

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-24

宏观策略

2023年04月24日

宏观点评 20230419: 第一季度财政“加力提效”的成果如何?

第一季度经济增长达到 4.5%，财政的发力可能功不可没。展望第二季度，我们认为财政收支之间的增速差会收窄、甚至逆转。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230420: 云南开启平台整合, 有望重铸城投市场信心

省市级平台整合未来可期, 有望重振市场信心: 1) 由于云南城投债务主要集中于省级和昆明市级平台, 未来高层级平台或能沿用云南康旅的债务处置思路进行平台资源整合, 助力云南加速化解隐债。2) 目前仍需观望州县整合的落地效果并等候“康旅模式”推行, 可适时配置省级及昆明等较优市县的中短久期高等级债, 弱区域弱平台还需谨慎下沉。

固收点评 20230420: 模拟芯片产业可转债标的知多少? ——转债捕手系列(三)

(1) 韦尔转债: 韦尔股份在计提大量存货减值后, 伴随新品迭代放量 and 下游需求循“复苏+增量”逻辑增加, 韦尔股份有望在 2023 年实现业绩扭转, 迎来右侧交易机会。平价随正股逐步上涨过程, 溢价空间有望得到消化, 投资者可选择合意弹性时点参与配置; (2) 芯海转债: 芯海转债事实上为小盘、优正股标的, 结合其弱交易属性、强“安全垫”、溢价“被动变化”的特征, 芯海转债较适合风险中性或风险厌恶型投资者配置。溢价有伴随平价抬升进一步压缩的空间, 同样建议等待右侧交易机会配置; (3) 雅创电子: 拟发行可转债 3 月进入证监会受理环节, 预计今年年底有望成功发行并进入申购环节。结合其“分销+自研 IC”深耕汽车电子赛道的正股属性, 建议积极申购。

行业

环保行业点评报告: 山东省生态环境厅发布橡胶制品业污染防治技术指南, 持续推荐环保三大成长主线

全国碳市场碳排放配额 (CEA) 行情: 2023/4/20, CEA 涨跌幅-4.64%; 收盘价 53.40 元/吨; 成交量 300750 吨; 成交额 1292.81 万元。

环保行业月报: 2023M1-3 环卫新能源销量同增 27%, 渗透率同比提升 2.01pct 至 6.84%

环卫新能源销量同增 27%, 渗透率同比提升 2.01pct 至 6.84%。2023M1-3, 环卫车销量 18724 辆, 同比变动-10%。新能源环卫车销售 1281 辆, 同比变动+27%, 新能源渗透率 6.84%, 同比变动+2.01pct。2022M3 新能源环卫车单月销量 497 辆, 同比变动+37%, 环比变动+97%, 新能源渗透率 5.66%, 同比变动+1.65pct。公共领域车辆全面电动化试点启动, 新增渗透率目标 80%, 试点期为 2023-2025 年。各省市积极出台环卫新能源政策, 其中海南省要求到 2025 年公共服务领域和社会运营领域新增和更换车辆使用清洁能源比例达 100%; 河南省要求新增公交车、市政环卫车全部使用新能源汽车。

保险 II 行业深度报告：寿险定价利率调整：回顾、分析与展望

当前准备金评估利率具备下降外部条件。保险产品和银行理财产品之间存在一定的替代关系和比价效应，彼时 2013 年 8 月人身险开启费改，十年期国债到期收益率和 1 年期理财产品收益率分别为 3.4% 和 4.8% 左右，竞品理财产品凭借较高的收益对保险市场带来一定冲击。当前一年期定期存款基准利率仅为 1.50%，十年期国债到期收益率中枢约为 2.85%，资管新规后理财产品破刚兑，银行理财净值化转型和公募基金牛熊震荡已对投资者进行了较为充分的教育。降低负债的监管思路一脉相承，在长端利率趋势性下行背景下，通过调整预定利率降低刚性负债成本是大势所趋。自 2023 年 4 月以来多家中小银行宣布调整存款利率。短期险和以保障功能更强的长期险产品对于利率敏感度相对不高。我们分别计算了当预定利率从 3.5% 下调到 3.25%、3.0% 和 2.75% 影响，发现预定利率越低，毛保费上涨幅度越大。经测算，当预定利率从 3.5% 下调到 3.0% 后，年金险、终身寿险、定期寿险、两全险和健康险对应毛保费涨幅分别为 18.4%、19.5%、3.5%、7.5% 和 16.4%。若未来行业预定利率下降，影响“短空长多”。从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降，虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。他山之石：从中国台湾看预定利率变化影响分析。中国台湾保险公司在面对预定利率下降的压力时：1) 通过开发外币寿险保单，如预定利率较高的美元来吸收美元升息带来的高收益率。2) 发展投资型产品（利变型产品，类似大陆分红险），通过将利率下行或者市场波动带来的风险转向投保人而降低保险公司自身的风险敞口。3) 发展保障型产品，降低保险产品对资本市场波动的敏感性。投资建议：保险股经济顺周期直接受益品种，近期宏观经济数据密集披露，宏观经济增速略超市场相对悲观的预期。负债端拐点正在验证，上调 NBV 增速预期。个股推荐顺序：中国太保、中国人寿和中国平安。风险提示：预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加、宏观经济复苏低于预期、寿险业转型持续低于预期

推荐个股及其他点评

南网科技（688248）：年报及一季报点评：业绩符合市场预期，南网外市场拓展顺利

2023Q1 归母净利同比+571%，业绩符合市场预期。22 年实现营收 17.90 亿元，同比+29%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比+44%。其中 Q4 实现营收 6.84 亿元，同比+5%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比-23%。23Q1 实现营收 4.60 亿元，同比+88.49%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比增长 570.93%。Q1 利润同比高增，盈利能力持续提升，业绩符合市场预期。储能业务占比提高，综合毛利率有所下滑，规模效应带动归母净利率提升。22 年毛利率为 29.66%，同比-0.5pct。23Q1 毛利率为 24.6%，同比-0.8pct，环比-2.3pct。储能业务占比提高影响毛利率下滑，公司通过产品优化+成本管控稳定毛利率。受规模效应影响，22 年归母净利率为 11.5%，同比+1.17pct。23 年 Q1 归母净利率为 6.6%，同比+4.75pct。储能订单充沛，2023 年有望实现量利齐升。22 年实现营收 3.25 亿元，同比+71%，

毛利率 11.61%，同比-15.68pct。公司成功承接 4 项火储联调项目和 2 项独立储能电站项目，全年新增储能项目 260MW/368.75MWh，合同金额大约为 10 亿+。展望 23 年，广东佛山南海 600MWh 独立储能预计 H1 并网投运并确认收入；4 月公司完成了 1.2GWh 及 500MW PCS 的框架采购，按照 2 元/Wh 价格测算，对应项目体量约为 44 亿元，随着电芯成本的下降，盈利空间有望进一步释放。检测调试业务实现省外突破，智能设备品类拓展，源网荷储联动平台静待花开。1)检测调试业务实现营收 3.53 亿元，同比+13%，毛利率 46.93%。同比+5.97pct。22 年新签合同同比+40%，涉网试验业务走出广东、实现了在广西、海南及北京市场的突破。内的技术积累，有望在新能源项目市场进一步提高市占率水平。2)智能设备业务实现营收 8.77 亿元，同比+40%，毛利率 30.12%，同比+1.91pct。22H2 公司正式发布了业内首套电力特种无人机和 10kV 带电作业机器人，有望提高智能化业务的市占率。同时公司积极拓展国网区域业务，中标国网江苏智能配电站房项目，实现南网外市场的突破。3)源网荷储联动平台发布，目前已接入分布式发电、储能、柔性负荷等灵活性资源已超过 500MW，作为南网最大的可调资源聚合平台，23 年有望落地推广。

伟星新材 (002372): 2022 年年报点评: 零售模式显韧性, 收入及业绩逆势增长

公司持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务稳健拓展，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。随着地产需求端信心修复以及疫后家装消费场景修复，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 16.18/18.88/21.23 亿元，分别同比+25%/+17%/+12%，对应 PE 分别为 23X/19X/17X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

科锐国际 (300662): 2022 年年报点评: 归母净利润同比+15%，灵活用工业务维持高增

盈利预测与投资评级：科锐国际在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源，市场化运营机制灵活，效率较高，我们维持 2023-2024 年归母净利润 3.8/5.0 亿元，预计 2025 年归母净利润 6.4 亿元，最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。

李宁 (02331.HK): 23Q1 流水点评: 经营逐月改善, 对全年预期更趋乐观

公司为国产运动服饰龙头，23Q1 大货流水中单位数增长，其中 1-2 月增速未转正、3 月增 20%+、4 月至今增近 30%，逐月改善特征明显，折扣和库存均有环比改善。基于 3-4 月良好复苏态势，我们认为公司全年业绩存上调可能(此前指引为 23 年收入中双位数增长、净利润率中双位数)。我们暂维持 23-25 年净利 48.9/59.4/70.9 亿元的预测，对应 PE27/22/19X，维持“买入”评级。

平高电气 (600312): 年报及一季报点评: Q1 业绩超市场预期, 盈利能力持续提升

2023Q1 业绩超市场预期，盈利能力持续提升。22 年实现营收 92.74 亿元，同比+0%；归母净利润 2.12 亿元，同比+200%。其中 Q4 营收 31.45 亿元，同比-7%；归母净利润 0.34 亿元，同比-200%。23Q1 营收 19.56 亿元，同

比+21%；归母净利润 1.51 亿元，同比+276%。22 年业绩符合市场预期，盈利能力持续提升，23Q1 业绩超市场预期。各电压等级产品成本不断优化，毛利率持续提升。22 年毛利率为 17.59%，同比+3.87pct，23Q1 毛利率 20.78%，同比+4.58pct，毛利率持续提升主要系各电压等级产品不断优化升级+高电压等级产品占比提升所致。22 年归母净利率为 2.29%，同比+1.52pct，23Q1 归母净利率 7.69%，同比+5.22pct，公司坚持降本增效，盈利能力有望逐步提高。受益于特高压+主网建设扩容的浪潮，高压板块实现快速增长。22 年实现营收 49.77 亿元，同比+16%，毛利率 24.41%，同比+7.60pct。22 年国网累计开工驻马店-武汉、南昌-武汉和福州-厦门三条特高压交流工程，公司累计交付了 15 间隔 1000kV GIS 和 16 间隔 750kV GIS，出货量快速增长。展望 23 年，全电压等级的毛利率持续提升，直流特高压+西北主网建设扩容带动 750kV 产品放量，利润有望持续高增。配电业务结构优化，国际板块扭亏为盈。1) 配电方面，22 年实现营收 29.75 亿元，同比-22%，毛利率 11.48%，同比+2.88pct。分布式新能源的大规模接入倒逼配网优化升级，公司配电开关需求持续向好，毛利较差的融资租赁业务占比减小，23 年我们预计配电业务毛利率有望修复至 12%+。2) 国际业务方面，22 年实现营收 2.00 亿元，同比+12%，毛利率-120.46%，同比-62pct。22 年公司对在手国际合同进行调整优化，部分合同受疫情影响延期或者终止执行，累计亏损 3 亿+，23 年预计盈亏平衡，未来随着国家“一带一路”的推进，公司 EPC+单机设备出口双轮驱动，有望贡献第二增长曲线。盈利预测与投资评级：我们维持公司 23-24 年的归母净利润为 5.15/8.25 亿元，预测 25 年归母净利润为 10.78 亿元，同比+143%/60%/31%，现价对应估值为 27x、17x、13x，维持“买入”评级。

金博股份 (688598)：2022 年报点评：业绩受热场价格调整影响承压，看好碳基复合材料平台化布局

随着热场价格逐步企稳，长期碳基复合材料平台化布局，我们基本维持 2023-2024 年公司归母净利润为 8.8/11.5 亿元，预计 2025 年归母净利润为 15.2 亿元，对应当前股价 PE 为 18/14/10X，维持“买入”评级。

杭叉集团 (603298)：2023 年一季报点评：Q1 业绩超预期，持续受益全球化和锂电化

盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 13/15/18 亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：地缘政治冲突，制造业复苏不及预期，原材料价格波动等。

海泰新光 (688677)：2022 年报及 2023 一季报点评：Q1 业绩超预期，新品不断获证，整机业务未来可期

我们维持 2023-2024 年归母净利润预测分别为 2.45 /3.29 亿元，预计 2025 年归母净利润为 4.24 亿元，当前市值对应 PE 分别为 38/28/22 倍，维持“买入”评级。

谱尼测试 (300887)：2022 年报&2023 年一季报点评：业绩继续高速增长，利润率有望提升释放业绩弹性

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年归母净利润预测 4.0/5.3 亿元，预计 2025 年归母净利润 7.2 亿元，对应 PE 为 28/21/15 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济及政策变动；实验室投产不及预期；并购后协同效应不及预期

东方盛虹 (000301)：2023 年一季报点评：业绩明显改善，产能持续扩

张

东方盛虹 23Q1 点评

珀莱雅 (603605): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 23Q1 逆势表现亮眼, 多品牌规模快速成长

公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团, 在天猫, 抖音等多电商平台销售排名领先, 展现其强品牌力。多系列大单品矩阵战略推进顺利, 未来经营韧性可期。我们将公司 2023-24 年归母净利润从 9.23/11.37 亿元上调为 10.41/12.94 亿元, 分别同增 27%/24%, 预计 2025 年归母净利润为 15.70 亿元, 同增 21%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 45x/36x/30x, 维持“买入”评级。

华东医药 (000963): 2023 一季报点评: 工业板块稳健增长, 医美板块有望于二季度增长加速

盈利预测与投资评级: 维持预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 30.76/37.76/45.52 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 24/20/16 倍。维持“买入”评级。 风险提示: 医美产品终端竞争激烈导致盈利水平不及预期的风险; 海外医美子公司盈利不及预期的风险; 集采政策不确定性风险等。

宁德时代 (300750): 2023 年一季报点评: 一季报大超预期, 逆市彰显龙头风范

我们维持公司 23-25 年归母净利润预测 464/632/855 亿元, 同增 51%/36%/35%, 对应 21x/15x/11x PE。考虑到公司装机、出货和市占率优势显著, 且海外市场占率快速提升, 给予 23 年 35x PE, 目标价 665 元, 维持“买入”评级。

长川科技 (300604): 2022 年报点评: 数字测试机等新品放量, 盈利水平持续提升

盈利预测与投资评级: 考虑到封测行业下行压力, 我们谨慎调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 8.15 和 12.60 亿元 (原值 9.02 和 13.70 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 17.76 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 42/27/19 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 半导体行业投资不及预期, 新品产业化进展不及预期等。

恒逸石化 (000703): 2022 年年报点评: 盈利短期承压, 产能持续释放业绩有望回升

恒逸石化 2022 年年报点评

容百科技 (688005): 2023 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 海外客户进展顺利

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 17.09/22.36/30.04 亿元的预测, 同增 26%/31%/34%, 对应 PE 为 18x/14x/10x, 考虑公司作为三元正极龙头, 销量持续提升, 海外布局优势明显, 给予 2023 年 25xPE, 目标价 94.8 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

姚记科技 (002605): 2022 年报点评: 22 年业绩显韧性, 期待 23 年迎来基本面拐点

我们将公司 2023-2024 年 EPS 由 1.74/2.16 元调整至 1.73/2.02 元, 预计 2025 年 EPS 为 2.26 元, 对应 23-25 年 PE 分别为 20/17/15 倍, 长期我们仍看好公司主业稳健增长和新业务成长潜力, 维持“买入”评级。

拓荆科技 (688072): 2023 年一季报点评: 营收端实现高速增长, 合同

负债创历史新高

盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年公司营业收入预测分别为 31.67、44.82 和 58.66 亿元，当前市值对应动态 PS 为 18、12 和 9 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本下滑、国产化率提升不及预期等。

海南机场（600515）：2022 年报点评：融入海南国资，开启高质量发展

罗莱生活（002293）：2022 年报及 2023 年一季报点评：22 年保持开店、业绩承压，23Q1 初步复苏

公司为国内家纺龙头，22 年受国内疫情反复影响收入利润有所下滑，但公司着眼长期发展，保持高举高打、拓店战略，家纺业务毛利率稳中有升、线下门店逆势扩张。23Q1 收入降幅收窄、净利恢复增长，环比改善趋势明显，预计 23 年有望追平 21 年业绩。考虑 22 年业绩不及此前预期，将 23-24 年归母净利润从此前的 7.48/8.52 亿元下调至 7.20/8.17 亿元、增加 25 年预测值 9.17 亿元，对应 23-25 年 PE 为 15/13/12X，维持“买入”评级。

荣盛石化（002493）：2022 年年报点评：盈利短期承压，业绩拐点将至
荣盛石化 2022 年年报点评

恒润股份（603985）：2022 年报点评：Q4 盈利水平环比明显改善，静待 2023 年业绩加速修复

盈利预测与投资评级：考虑到风电原材料价格、产品结构等因素，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 3.02 和 5.10 亿元（原值 5.03 和 8.23 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 7.53 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 30、18、12 倍。基于公司风电法兰的市场竞争力，以及轴承业务的成长潜力，维持“买入”评级。风险提示：盈利水平下滑、市场竞争加剧、风电行业景气下滑等。

中航西飞（000768）：2022 年年报点评：订单放量推动营收持续增长，首期股权激励将为业绩提供新动力

基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航空产业链链长地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 11.20(-3.51)/15.05(-2.25)/19.75 亿元；对应 PE 分别为 63/47/36 倍，维持“买入”评级。

中航沈飞（600760）：2022 年年报点评：净利润及订单量保持高速增长，股权收购推动科创能力快速发展

基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司航空产业链链长地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 28.67(-2.60)/36.65(-4.29)/44.67 亿元；对应 PE 分别为 38/30/25 倍，维持“买入”评级

宏观策略

宏观点评 20230419: 第一季度财政“加力提效”的成果如何?

第一季度经济增长达到 4.5%，财政的发力可能功不可没。一方面，财政支出靠前发力明显，为近 4 年最快，外加与 2022 年同期相当的专项债发行，体现出积极财政政策的加力；另一方面，第一季度的财政收入并不突出，即使剔除扰动因素，3% 的同比增速低于名义 GDP 增速（4.97%）近 2 个百分点，缺口仅次于 2020 年同期。展望第二季度，我们认为财政收支之间的增速差会收窄、甚至逆转：4.5% 的“答卷”可能使得财政的力度会有所放缓，此外财政收入相对于支出存在更大的基数效应。加力提效下，一季度财政收支压力不小。2023 年一季度，全国一般公共预算收入为 62341 亿元，同比增长 0.5%；一般公共预算支出为 67915 亿元，同比增长 6.8%，支出端增速大于收入端。整体来看，一季度财政收支差额为 -5574 亿元，赤字率达 1.96%，高于近两年同期水平，收支压力依旧明显。

一般公共预算收入：结构改善，高基数下实现稳定增长。3 月一般公共预算收入同比增速录得 5.5%，实现由负转正。从绝对值来看，一季度一般公共预算收入整体处于历史较高位，这与去年制造业中小微企业缓税至今年入库有关，从而拉高一季度财政收入。然而，从增速来看，与往年相比，一季度一般公共预算收入同比增速处于历史较低水平，主要原因系 2021 年末收入在 2022 年初入库，从而抬高基数。一季度公共财政预算收入完成序时进度的 28.7%，较往年而言进度节奏适中，财政收入靠前发力并不显著。不过，3 月财政收入结构比 1-2 月有一定改善。3 月税收收入和非税收入当月同比增速分别达 5.6% 和 5.0%，分别拉动公共财政收入增长 4.1 和 1.3 个百分点。整体来看，一季度非税收入实现稳定增长，主要原因在于地方多渠道盘活闲置资产，从而带动国有资源（资产）有偿使用收入上升。消费税继续恶化，增值税承压。以税种结构来说，四大主要税种中唯有增值税表现最佳，3 月同比增速录得 32.1%（前值 6.3%），增速有所加快，这与去年制造业中小微企业缓税于今年入库相关之外。除了增值税以外，其余三大类税种收入增速在 3 月均出现不同程度的下滑：企业所得税增速为 -2.9%（前值 11.4%）、个人所得税为 -7.1%（前值 -4.0%）。表现最差的仍为消费税，其增速进一步降至 -32.52%（前值 -18.4%），与 3 月社零同比数据“背道而驰”，原因不仅在于 2022 年末消费税等中央税的“提前入库”压低了 2023 年开年收入，还在于消费的复苏可能是分化的。从近期的央行调查来看，居民更倾向于释放被压抑的出行旅游需求，大额商品的复苏力度排在第四，位于购房和社交文娱消费之后，而消费税的课税对象更偏向于高档化妆品、贵重首饰、高档手表等奢侈品，证明目前人们对高档商品的需求仍未回暖。房产相关税传达出积极信号。除四大主要税种之外，其他税种之间的分化也较为明显。随着国家出台一系列支持房地产市场平稳健康发展措施，地产市场释放出一些积极信号：地产相关税为 3 月税收收入的主要拉动项，其同比增速为 10.4%、拉动税收收入增长 1.86 个百分点。其中，城镇土地使用税、契税、房产税表现最佳，同比增速均实现由负转正，分别录得 75.9%（前值 -7.5%）、10.3%（前值 -3.95%）、135.6%（前值 -2.8%），拉动税收收入增长 0.95、0.59、1.54 个百分点。外贸相关税也是另一大亮点，进口货物增值税和消费税增速由负转正、对税收收入形成 0.35 个百分点的拉动，出口货物退税增速进一步提至 14.0%（前值 9.71%），反映出中央对外贸出口平稳发展的有力支持。

一般公共预算支出：就业

和基建，财政发力的两大关键词。3月财政支出强度仍较高，一般公共预算支出同比增速录得6.5%，完成年度预算的24.7%，是近四年来同期最快进度。从支出结构来看，3月公共财政支出仍主要面对民生领域，其中教育、社会保障和就业的同比增速分别达8.99%、9.3%，对财政支出形成1.2、1.5个百分点的拉动。民生类支出中的卫生健康支出增速大幅下滑，降至-1.7%（前值23.3%），民生类相关支出的强度适当下降，意味着财政支出可在基建等拉动经济增长的领域发力。3月基建类支出同比增速为4.8%，其中城乡社区事务增速提至3.8%（前值0.7%）、对财政支出形成0.28个百分点的拉动；农林水事务增速为10.3%（前值11.4%）、形成0.71个百分点的拉动。政府性基金收入：卖地收入稍有好转。3月政府性基金收入同比增速为-17.6%（前值-23.95%），有一定程度的改善，主要得益于国有土地使用权出让收入降幅的收窄。预计土地出让收入的实际复苏时点可能要延迟到2023年下半年，目前政府还本付息压力仍存。政府性基金支出：专项债发行进度加快，带动基建发力。受政府卖地收入依旧低迷的影响，土地出让业务支出也进一步回落，使3月政府性基金支出负增长更为明显，同比增速录得-20.2%（前值-11.0%）。不过，3月新增专项债发行进度明显加快，完成全年限额的34.8%，位于历史较高水平，起到提振基建增速的作用。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 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230420：云南开启平台整合，有望重铸城投市场信心

事件 2023年2月，云南楚雄州财政局出台管理办法，支持银行等金融机构稳步推进国有资产股权划转整合，将县属国企集团51%以上股权无偿划转至州属两大集团公司，开启了区域性资产上划和平台整合的崭新篇章。**观点** 云南财政高度依附中央，经济规模偏小但稳步增长，公开市场安全性较高：1) 财力方面，受疫情及土地市场影响，2022年地方公共财政收入体量及增速显著下滑；财政对中央补助的依赖性较强，2022年财政自给率仅为29.1%，全国排名第六，高度依赖中央政府转移支付。2) 经济方面，云南GDP处于全国中下游位置，2014-2022年体量逐年提升且除2021年外其余年份GDP增速均超过全国平均水平，增长动能较强。3) 债务方面，云南债务负担中等偏重且主体分散，2021年发债城投债务中信贷占比达70%，标债占比仅为15%，说明公开市场兑付压力较小。疫情防控调整后云南旅游业强劲复苏，经济活力焕发：1) 文旅行业作为云南支柱产业在疫情中屡遭挫折，使本就欠发达的区域经济与偏弱的财力雪上加霜。2) 2022年底疫情防控措施调整以来，云南旅游业强劲复苏，春节期间旅游市场迅速升温、旅游人次及收入均达2019年同期的130%，为云南经济高效发展提供强力支持，加强偿债保障。近年云南出台多份文件指导地方化债，具体举措包括成立债务管委会、信保基金、银企合作、领导履新等：1) 债务管委会：2017年起陆续设立省、市（州）、县各级债务管理委员会，高度重视省域内债务压力，实现政府性债务归一口径管理。2) 信保基金：2021年组建总规模不低于300亿元的国企改革发展基金，整合支持省属企业深化改革。3) 银企合作：多家城投平台与银行开展座谈交流，提高银行的授信额度、加强金融支持力度。4) 领导履新：2022年7月，云南任命原建设银行副行长为金

融副省长，针对性跟进债务问题，提升化债专业度与工作效率。永煤事件后，云南康旅提前兑付债券并上调平台层级，为城投平台化债与整合提供范式：1) 支持核心城投平台化债：在永煤事件累及云南康旅债券融资后，2022年9月云南政府采取资金拆借、财政支持、协调省内金融机构等措施助力云南康旅提前兑付债券，降低公司融资成本以规避潜在风险，打造“康旅模式”化债样本。2) 股权划转整合：2022年10月云投集团将其持有的云南康旅约45%股权无偿划转至云南省国资委，使云南康旅成为国资委直接控股的一级平台，提升其资金资源、政府支持的可触及性，成为近年云南省级国企平台向上整合的首个案例。平台主体整合加码，二级市场回暖，蕴含配置机会：1) 平台整合由个体拓展至区域：近期云南楚雄州要求推进县属资产上划，加速州县平台整合、利好资源共享，进一步拓宽了平台整合的应用范围。2) 一级市场方面，4月云南城投发行票面利率仍居全国第一，环比上升17bp，融资成本仍暂处高位；3) 二级市场方面，云南多品种城投债的收益率及信用利差自2023年2月起呈下行态势。分等级看，AAA、AA-等主体信用利差降幅明显，后者各期限均回落至30-45%的历史分位数水平；分期限看，短久期城投债信用利差下降明显，尤其系AAA级品种回落至31%历史分位；分主体行政级别看，市县级信用利差降于80-90%区间，省级与国家新区则显著回落至60-75%历史分位数，均存在压缩空间。省市级平台整合未来可期，有望重振市场信心：1) 由于云南城投债务主要集中于省级和昆明市级平台，未来高层级平台或能沿用云南康旅的债务处置思路进行平台资源整合，助力云南加速化解隐债。2) 目前仍需观望州县整合的落地效果并等候“康旅模式”推行，可适时配置省级及昆明等较优市县的中短久期高等级债，弱区域弱平台还需谨慎下沉。风险提示：平台整合进度不及预期；债市异常波动；数据口径误差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230420：模拟芯片产业可转债标的知多少？——转债捕手系列（三）

观点 模拟芯片是连接真实世界和数字世界的桥梁，是电子系统重要的组成部分，在半导体分类中归属“半导体—集成电路—模拟芯片”分级。模拟芯片行业发展三重逻辑：“复苏+增量需求+政策支持”。本篇作为转债捕手系列报告（三），旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。模拟芯片产业存续可转债盘点如下：（1）韦尔转债：截至2023/4/19，韦尔转债收盘价117.61元，其中平价仅63.50元，转股溢价率85%，弹性有限。结合正股基本面，我们认为韦尔股份在计提大量存货减值后，伴随新品迭代放量 and 下游需求循环“复苏+增量”逻辑增加，韦尔股份有望在2023年实现业绩扭转，迎来右侧交易机会。平价随正股逐步上涨过程，溢价空间有望得到消化，投资者可选择合意弹性时点参与配置。（2）芯海转债：芯海转债事实上为小盘、优正股标的，结合其弱交易属性、强“安全垫”、溢价“被动变化”的特征，芯海转债较适合风险中性或风险厌恶型投资者配置。截至2023/4/19，收盘价124.99元，转股溢价率50.35%，溢价有伴随平价抬升进一步压缩的空间，同样建议等待右侧交易机会配置。（3）雅创电子：拟发行可转债3月进入证监会受理环节，预计今年年底有望成功发行并进入申购环节。结合其“分销+自研IC”深耕汽车电子赛道的正股属性，建议积极申购。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

环保行业点评报告：山东省生态环境厅发布橡胶制品业污染防治技术指南，持续推荐环保三大成长主线

投资要点 重点推荐：美埃科技，凯美特气，国林科技，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，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：盛剑环境，华特气体，ST龙净，再升科技，金科环境，卓越新能。 全国碳市场碳排放配额（CEA）行情：2023/4/20，CEA 涨跌幅-4.64%；收盘价53.40元/吨；成交量300750吨；成交额1292.81万元。 国家能源局《2023年能源工作指导意见》积极推动能源消费侧转型。国家能源局发布关于印发《2023年能源工作指导意见》（以下简称《意见》）的通知。《意见》指出，积极推动能源消费侧转型。1）加快建设智能配电网、主动配电网，提高接纳新能源的灵活性和多元负荷的承载力，提升生产生活用能电气化水平，重点推进工业、建筑、交通等领域清洁低碳转型。2）推动充电基础设施建设，上线运行国家充电基础设施监测服务平台，提高充电设施服务保障能力。3）完善清洁取暖长效机制，稳妥有序推进新增清洁取暖项目，推动北方地区冬季清洁取暖稳步向好。4）强化能源行业监管。聚焦党中央、国务院交办的能源领域重点任务，进一步强化对国家重大能源规划、政策、项目落实情况监督。 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。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】。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：半导体配套治理行业深度：刚需&高壁垒铸就价值，设备国产替代&耗材突破高端制程！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。碳月报：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。瀚蓝环境：固废稳定燃气有望改善，REITs&地方支持改善现金流。洪城环境：固废并表带动业绩增长，厂网一体化&直饮水拓展可期。仕

净科技: 签署水泥/钢铁/煤电行业新型 CCUS 合作协议, 医药领域 3.59 亿元合同落地。福龙马: 环服业务稳中有进, 新能源装备表现亮眼。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 研究助理: 陈孜文)

环保行业月报: 2023M1-3 环卫新能源销量同增 27%, 渗透率同比提升 2.01pct 至 6.84%

投资要点 环卫新能源销量同增 27%, 渗透率同比提升 2.01pct 至 6.84%。2023M1-3, 环卫车销量 18724 辆, 同比变动-10%。新能源环卫车销售 1281 辆, 同比变动+27%, 新能源渗透率 6.84%, 同比变动+2.01pct。2022M3 新能源环卫车单月销量 497 辆, 同比变动+37%, 环比变动+97%, 新能源渗透率 5.66%, 同比变动+1.65pct。公共领域车辆全面电动化试点启动, 新增渗透率目标 80%, 试点期为 2023-2025 年。各省市积极出台环卫新能源政策, 其中海南省要求到 2025 年公共服务领域和社会运营领域新增和更换车辆使用清洁能源比例达 100%; 河南省要求新增公交车、市政环卫车全部使用新能源汽车。新能源环卫装备集中度同比下滑, 盈峰、宇通市占率维持前列。2023M1-3, 环卫车 CR3/CR6 分别为 36.49%/46.31%, 同比变动-2.28pct/-1.84pct。新能源 CR3/CR6 分别为 59.41%/69.24%, 同比变动-5.54pct/-6.63pct。环卫新能源集中度同比下降, 其中: 盈峰环境: 新能源销量同增 76%, 市占率第一。2023M1-3, 环卫车销售 2742 辆, 同比变动-20.38%。其中, 新能源环卫车销售 477 辆, 同比变动+76.01%。新能源市占率 37.24%, 同比+10.32pct, 行业第一。宇通重工: 环卫装备市占率第五, 新能源市占率第二。2023M1-3, 环卫车销售 647 辆, 同比变动-35.17%; 新能源环卫车销售 217 辆, 同比变动-31.55%。新能源市占率 16.94%, 同比-14.54pct, 行业第二。福龙马: 新能源环卫车销量同增 4.69%, 市占率第三。2023 M1-3, 环卫车销售 709 辆, 同比变动-22.93%; 新能源环卫车销售 67 辆, 同比变动+4.69%。新能源市占率 5.23%, 同比-1.13pct, 行业第三。环卫新能源成长与竞争力分析: 2023M1-3, 盈峰环境: 河北地区贡献新能源最大增量, 湖南、山西市占率 100%。2023M1-3, 公司新能源环卫车销量同比增量前三的省份为河北 (+46 辆, +153%)、上海 (+42 辆, 去年同期无销量)、四川 (+36 辆, +77%)。新能源清洗车增量最大, 成功开拓垃圾转运车市场。宇通重工: 江苏地区贡献新能源最大增量, 成功开拓上海区域市场。2023M1-3, 公司新能源环卫车销量同比增量前三的省份为江苏 (+31 辆, +344%)、山东 (+26 辆, +650%)、上海 (+26 辆, 去年同期无销量)。山东区域市占率最高, 市占率为 49%, 同增 39pct。福龙马: 广东区域销量增量最大。2023M1-3, 新能源环卫车销量同比增量前三的省份为广东 (+9 辆, +900%)、浙江 (+6 辆, +600%)、江苏(+4 辆, +400%)。陕西区域新能源装备市占率高达 63%, 同增 20pct。上海新能源销量大增, 上海新能源渗透率高达 53%。2023M1-3, 新能源环卫车, 1) 销量前五的省份分别为四川 (261 辆, 占 20%)、广东 (178 辆, 占 14%)、江苏 (128 辆, 占 10%)、上海 (123 辆, 占 10%)、河南 (102 辆, 占 8%); 2) 销量增量前五的省份分别为上海 (+121 辆, +6050%)、江苏 (+104 辆, +433%)、云南 (+62 辆, 去年同期无销量)、河南 (+37 辆, +57%)、湖南 (+32 辆, +53%); 3) 新能源渗透率前五的省份分别为上海 (52.6%)、四川 (22.3%)、河南 (17.4%)、江苏 (13.9%)、广东 (12.0%)。风险提示: 新能源渗透率不及预期, 环服市场化率不及预期, 竞争加剧

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 赵梦妮 研究助理: 陈孜文)

保险 II 行业深度报告：寿险定价利率调整：回顾、分析与展望

投资要点 一场调研会引发市场对预定利率下调的关注。为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，银保监会人身保险监管部前期召开座谈会。重点内容包括：负债成本情况、负债与资产匹配情况、对公司负债成本合理性的判断、降低责任准备金评估利率对公司和行业的影响等。虽然评估利率的调整不影响偿二代下的会计准备金和偿付能力，但超过评估利率上限的产品预计今后难以获得审批通过，信号意义较强（预定利率是长期险产品对投资端资产回报率定价假设）。回顾过往，我国人身险预定利率经历多轮调整，如何在防控利差损隐忧与避免增加销售难度找到平衡是监管与行业的共同课题。1) 1999年6月10日原保监会下发紧急通知，规定保险公司不得再新签发预定利率超过年复利2.5%的寿险保单，且合同不得附加利差返还条款。彼时，一年期银行存款利率从1993年的10.98%逐步下降到1999年的2.25%，而紧急通知下发前保单预定利率约平均为8%左右。2) 2013年8月起原保监会先后实施普通型、万能型、分红型人身险费改正式实施，不再执行2.5%的上限限制。3) 2019年8月，银保监会对2013年8月5日及以后签发的普通型养老年金或10年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利4.025%和预定利率的小者调整为年复利3.5%和预定利率的小者。4) 2023年3月监管召开评估利率座谈会。当前准备金评估利率具备下降外部条件。保险产品和银行理财产品之间存在一定的替代关系和比价效应，彼时2013年8月人身险开启费改，十年期国债到期收益率和1年期理财产品收益率分别为3.4%和4.8%左右，竞品理财产品凭借较高的收益对保险市场带来一定冲击。当前一年期定期存款基准利率仅为1.50%，十年期国债到期收益率中枢约为2.85%，资管新规后理财产品破刚兑，银行理财净值化转型和公募基金牛熊震荡已对投资者进行了较为充分的教育。降低负债的监管思路一脉相承，在长端利率趋势性下行背景下，通过调整预定利率降低刚性负债成本是大势所趋。自2023年4月以来多家中小银行宣布调整存款利率。短期险和以保障功能更强的长期险产品对于利率敏感度相对不高。我们分别计算了当预定利率从3.5%下调到3.25%、3.0%和2.75%影响，发现预定利率越低，毛保费上涨幅度越大。经测算，当预定利率从3.5%下调到3.0%后，年金险、终身寿险、定期寿险、两全险和健康险对应毛保费涨幅分别为18.4%、19.5%、3.5%、7.5%和16.4%。若未来行业预定利率下降，影响“短空长多”。从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及10年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降，虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。他山之石：从中国台湾看预定利率变化影响分析。中国台湾保险公司在面对预定利率下降的压力时：1) 通过开发外币寿险保单，如预定利率较高的美元来吸收美元升息带来的高收益率。2) 发展投资型产品（利变型产品，类似大陆分红险），通过将利率下行或者市场波动带来的风险转向投保人而降低保险公司自身的风险敞口。3) 发展保障型产品，降低保险产品对资本市场波动的敏感性。投资建议：保险股经济顺周期直接受益品种，近期宏观经济数据密集披露，宏观经济增速略超市场相对悲观的预期。负债端拐点正在验证，上调NBV增速预期。个股推荐顺序：中国太保、中国人寿和中国平安。风险提示：预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加、宏观经济复苏低于预

期、寿险业转型持续低于预期

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 葛玉翔 证券分析师: 朱洁羽)

推荐个股及其他点评

南网科技 (688248): 年报及一季报点评: 业绩符合市场预期, 南网外市场拓展顺利

投资要点 2023Q1 归母净利同比+571%, 业绩符合市场预期。22 年实现营收 17.90 亿元, 同比+29%; 实现归母净利润 2.06 亿元, 同比+44%。其中 Q4 实现营收 6.84 亿元, 同比+5%; 实现归母净利润 0.70 亿元, 同比-23%。23Q1 实现营收 4.60 亿元, 同比+88.49%; 实现归母净利润 0.30 亿元, 同比增长 570.93%。Q1 利润同比高增, 盈利能力持续提升, 业绩符合市场预期。储能业务占比提高, 综合毛利率有所下滑, 规模效应带动归母净利率提升。22 年毛利率为 29.66%, 同比-0.5pct。23Q1 毛利率为 24.6%, 同比-0.8pct, 环比-2.3pct。储能业务占比提高影响毛利率下滑, 公司通过产品优化+成本管控稳定毛利率。受规模效应影响, 22 年归母净利率为 11.5%, 同比+1.17pct。23 年 Q1 归母净利率为 6.6%, 同比+4.75pct。储能订单充沛, 2023 年有望实现量利齐升。22 年实现营收 3.25 亿元, 同比+71%, 毛利率 11.61%, 同比-15.68pct。公司成功承接 4 项火储联调项目和 2 项独立储能电站项目, 全年新增储能项目 260MW/368.75MWh。展望 23 年, 广东佛山南海 600MWh 独立储能项目预计 23H1 投运并确认收入; 4 月公司完成了 1.2GWh 储能系统及 500MW PCS 的框架采购, 按照 2 元/Wh 价格测算, 对应项目体量约为 44 亿元, 随着电芯成本的下降, 盈利空间有望进一步释放。检测调试业务实现省外突破, 智能设备品类拓展, 源网荷储联动平台静待花开。1) 检测调试业务实现营收 3.53 亿元, 同比+13%, 毛利率 46.93%。同比+5.97pct。22 年新签合同同比+40%, 涉网试验业务走出广东、实现了在广西、海南及北京市场的突破。2) 智能设备业务实现营收 8.77 亿元, 同比+40%, 毛利率 30.12%, 同比+1.91pct。22H2 公司正式发布了业内首套电力特种无人机和 10kV 带电作业机器人, 有望提高智能化业务的市占率。同时公司积极拓展国网区域业务, 中标国网江苏智能配电站房项目, 实现南网外市场的突破。3) 源网荷储联动平台发布, 目前已接入分布式发电、储能、柔性负荷等灵活性资源已超过 500MW, 作为南网最大的可调资源聚合平台, 23 年有望落地推广。盈利预测与投资评级: 储能系统价格竞争加剧, 储能收入规模可能不及预期, 我们下修公司 23-24 年归母净利润为 5.18 (-0.95) / 8.69 (-3.21) 亿元, 预测 25 年归母净利润为 12.07 亿元, 同比+152%/+68%/+39%, 对应现价 PE 分别为 48x、28x、20x, 维持“买入”评级。风险提示: 电网投资不及预期, 储能项目建设不及预期、竞争加剧等

(证券分析师: 曾朵红 研究助理: 谢哲栋)

伟星新材 (002372): 2022 年年报点评: 零售模式显韧性, 收入及业绩逆势增长

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营收 69.54 亿元, 同比增长 8.86%; 归母净利 12.97 亿元, 同比增长 6.06%。其中, 单 Q4 营收 27.90 亿元, 同比增长 18.18%; 归母净利 5.28 亿元, 同比增长 17.33%。Q4 收入增长超预期, 防水、净水等同心圆产品快速放量。分季度来看, 公司 2022Q1-Q4 营收增速分别为 +12.21%/+0.39%/+1.31%/+18.18%, Q4 加大营销推广力度收入高增。

分产品来看，塑料管道产品稳健增长，其他产品营收 6.76 亿元，同比增长 64.82%，主要系防水、净水产品销售增幅较大，同时收购新加坡捷流公司增加营业收入归类到其他产品所致。未来公司将在管道业务持续加强空白、薄弱区域开发；防水和净水业务继续加快布局，提升配套率。零售模式为主经营韧性凸显，PVC 产品毛利率修复。2022 年公司销售毛利率 39.76%，同比基本持平，其中 PVC 管道毛利率 15.14%，同比提升 3.27 个百分点，成本下行毛利率修复明显。公司销售净利率 18.85%，同比下降 0.38 个百分点。期间费用率方面，2022 年公司销售费用率 10.78%，同比变动+1.43pct，其中售后服务费 1.13 亿元，同比增加 8434 万元，主要系公司 2022 年 Q4 加大营销力度；管理费用率 4.00%，同比变动-1.29pct；研发费用率 2.72%，同比变动-0.17pct；财务费用率-0.87%，同比变动-0.15pct，主要系本期收到利息收入增加所致。此外，2022 年公司资产减值损失 2924 万元，投资净损失 1741 万元。经营质量持续优异。公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额为 15.31 亿元，同比下滑 3.94%；单 Q4 经营活动现金流量净额为 8.49 亿元，同比增长 23.42%。1) 收现比：2022 年公司收现比 107.60%，同比略降 5.82 个百分点，2022 年公司应收账款余额 4.44 亿元，同比增长 25.73%，主要系本期收购新加坡捷流公司并表所致。2) 付现比：2022 年公司付现比 100.81%，同比下降 11.55pct。2022 年末公司存货余额 8.92 亿元，同比下降 3.82%。盈利预测与投资评级：公司持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务稳健拓展，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。随着地产需求端信心修复以及疫后家装消费场景修复，基本维持 2023-2024 年的归母净利润预计为 16.18/18.88 亿元，新增 2025 年归母净利润预计为 21.23 亿元，分别同比+25%/+17%/+12%，对应 PE 分别为 23X/19X/17X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：任婕)

科锐国际 (300662)：2022 年年报点评：归母净利润同比+15%，灵活用工业务维持高增

投资要点 2022 年公司归母净利润同比+15%。2022 年公司营收 90.9 亿元，同比+30%，归母净利润 2.9 亿元，同比+15%，扣非归母净利润 2.35 亿元，同比+12%。经营活动现金流净增 3.4 亿元。单拆 Q4，公司收入 22.7 亿元，同比+24.2%，归母净利润 7330 万元，扣非归母净利润 4348 万元。灵活用工板块业务维持高增，海外业务表现亮眼：分业务板块来看，公司灵活用工收入 80.4 亿元，同比+35.5%，中高端人才访寻 6.8 亿元，同比-2.4%，招聘流程外包收入 1.1 亿元，同比-24.8%，技术服务 4018 万元，同比+78%。分区域来看，公司海外业务高增，2022 年大陆以外收入 23.4 亿元，同比+48%，其中 Investigo 2022 年收入 19.9 亿元，同比增速 52%，净利润 1.08 亿元，同比+137%。公司灵活用工毛利率略有下滑，费用率整体有所改善。2022 年公司整体毛利率 9.68%，同比下滑 1.84pct，其中灵活用工毛利率 7.42%，同比下滑 0.64pct，销售费用率 2.1%，同比改善 0.3pct，管理费用率 2.46%，同比改善 0.6pct。公司人员派出周转效率提升明显，客户数量稳定增长：公司灵活用工业务累计派出 36.9 万人次，同比+18.3%，截至 2022 年末，公司在册灵活用工岗位外包员工数约 3.27 万人，同比+3.3%，2022 年公司累计收费客户 6570 余家，同比+6.1%。公司持续优化平台建设，未来有望成为第二增长曲线：公司持续优化三大垂

直招聘平台医脉同道，数科同道和零售同道，人力资源产业互联平台禾蛙，人力资源管理 SaaS “才到云”等多种技术服务产品，截至 2022 年末，公司通过上述平台触达各类客户 2.5 万余家，运营招聘岗位 14.2 万余个，链接生态合作伙伴 9600 余家。其中医脉同道企业用户数超过 3.4 万个，同比+210%，月活达 50 万，同比+67%，活跃候选人 108 万余人，同比+80%。禾蛙生态活跃参与合作伙伴 6200 余家，同比+47.5%；参与交付顾问 4100 余人，同比增长 263%。盈利预测与投资评级：科锐国际在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源，市场化运营机制灵活，效率较高，我们维持 2023-2024 年归母净利润 3.8/5.0 亿元，预计 2025 年归母净利润 6.4 亿元，最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业景气度下降风险，下游客户订单增长不及预期风险等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

李宁 (02331.HK): 23Q1 流水点评: 经营逐月改善, 对全年预期更趋乐观

投资要点 公布 2023Q1 运营状况: 2023Q1 李宁 (不含李宁 young) 全渠道零售流水同比增长中单位数、同店销售同比下滑高单位数, 环比 22Q4 显著改善, 全渠道流水表现好于同店主要受益于同比新增店铺拉动、截至 23Q1 末李宁 (不含李宁 young) 销售点共 6206 个/同比净+334 个。分月度看, 大货流水增速 1-2 月未转正、3 月同增 20%+、4 月以来同增近 30%, 逐月改善趋势明显。23Q1 大货流水线下好于线上, 线下主要来自开店拉动。1) 分渠道看, 线下拉动增长。23Q1 李宁 (不含 young) 直营/批发/电商分别同比 10-20%中段增长/中单位数增长/10-20%中段下滑, 线下受益于疫情放开恢复增长、线上在高基数+线下复苏挤占下仍承压。2) 线下分内生外延看, 流水增长主要来自开店拉动, 同店未转正、但复苏趋势向好。23Q1 全渠道同店销售下滑高单位数, 其中直营/批发/电商分别同比下滑低单位数/低单位数/20-30%低段、电商渠道压力较大, 分月看同店 1-2 月受疫情延续影响承压、3 月以来已恢复正增长、4 月增长加速, 改善趋势向好。同店下滑情况下 23Q1 流水实现正增长主要来自开店拉动, 截至 23Q1 末李宁牌门店 6206 家、同比 22Q1 净+334 家 (直营 273&加盟 61 家)/对应同比+5.7% (直营+23.2%&加盟+1.3%)、环比 22Q4 净-89 家 (直营+20&批发-109 家)。童装流水好于大货、亦主要来自开店贡献, 中国李宁 23Q1 下滑、但趋势改善。1) 李宁 young: 23Q1 李宁 young 流水同比增长双位数、表现好于大货, 主要来自新开店贡献、截至 23Q1 末 young 门店 1253 家/较 22Q1 净+118 家/同比+10.4%, 同店尚未转正、但 3 月起已恢复正增长。2) 中国李宁: 23Q1 流水下滑, 但 3 月亦已恢复正增长、4 月至今增长加速。库存较健康, 折扣环比持续改善。1) 库存方面, 23Q1 库销比 4-4.5 个月, 6 个月以内新品占比 80%以上, 与货品上新节奏有关, 整体表现符合预期、在同行中仍处领先水平。2) 折扣方面, 23Q1 折扣 7 折+、同比中单位数加深, 但环比改善趋势明显, 其中 3 月同比加深幅度收窄到低单位数、4 月至今折扣同比改善低单位数。盈利预测与投资评级: 公司为国产运动服饰龙头, 23Q1 大货流水中单位数增长, 其中 1-2 月增速未转正、3 月增 20%+、4 月至今增近 30%, 逐月改善特征明显, 折扣和库存均有环比改善。基于 3-4 月良好复苏态势, 我们认为公司全年业绩存上调可能 (此前指引为 23 年收入中双位数增长、净利润率中双位数)。我们暂维持 23-25 年净利 48.9/59.4/70.9 亿元的预测, 对应 PE28/23/19X, 维持“买入”评级。风险提示: 消费复苏不及预期, 终端库存风险。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

平高电气 (600312): 年报及一季报点评: Q1 业绩超市场预期, 盈利能力持续提升

投资要点 2023Q1 业绩超市场预期, 盈利能力持续提升。22 年实现营收 92.74 亿元, 同比+0%; 归母净利润 2.12 亿元, 同比+200%。其中 Q4 营收 31.45 亿元, 同比-7%; 归母净利润 0.34 亿元, 同比-200%。23Q1 营收 19.56 亿元, 同比+21%; 归母净利润 1.51 亿元, 同比+276%。22 年业绩符合市场预期, 盈利能力持续提升, 23Q1 业绩超市场预期。各电压等级产品成本不断优化, 毛利率持续提升。22 年毛利率为 17.59%, 同比+3.87pct, 23Q1 毛利率 20.78%, 同比+4.58pct, 毛利率持续提升主要系各电压等级产品不断优化升级+高电压等级产品占比提升所致。22 年归母净利率为 2.29%, 同比+1.52pct, 23Q1 归母净利率 7.69%, 同比+5.22pct, 公司坚持降本增效, 盈利能力有望逐步提高。受益于特高压+主网建设扩容的浪潮, 高压板块实现快速增长。22 年实现营收 49.77 亿元, 同比+16%, 毛利率 24.41%, 同比+7.60pct。22 年国网累计开工驻马店-武汉、南昌-武汉和福州-厦门三条特高压交流工程, 公司累计交付了 15 间隔 1000kV GIS 和 16 间隔 750kV GIS, 出货量快速增长。展望 23 年, 全电压等级的毛利率持续提升, 直流特高压+西北主网建设扩容带动 750kV 产品放量, 利润有望持续高增。配电业务结构优化, 国际板块扭亏为盈。1) 配电方面, 22 年实现营收 29.75 亿元, 同比-22%, 毛利率 11.48%, 同比+2.88pct。分布式新能源的大规模接入倒逼配网优化升级, 公司配电开关需求持续向好, 毛利较差的融资租赁业务占比减小, 23 年我们预计配电业务毛利率有望修复至 12%+。2) 国际业务方面, 22 年实现营收 2.00 亿元, 同比+12%, 毛利率-120.46%, 同比-62pct。22 年公司对在手国际合同进行调整优化, 部分合同受疫情影响延期或者终止执行, 累计亏损 3 亿+, 23 年预计盈亏平衡, 未来随着国家“一带一路”的推进, 公司 EPC+单机设备出口双轮驱动, 有望贡献第二增长曲线。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 23-24 年的归母净利润为 5.15/8.25 亿元, 预测 25 年归母净利润为 10.78 亿元, 同比+143%/60%/31%, 现价对应估值为 27x、17x、13x, 维持“买入”评级。风险提示: 电网投资不及预期, 特高压建设不及预期, 竞争加剧等

(证券分析师: 曾朵红 研究助理: 谢哲栋)

金博股份 (688598): 2022 年报点评: 业绩受热场价格调整影响承压, 看好碳基复合材料平台化布局

投资要点 2022 年业绩承压, 主要系调整热场售价所致。2022 年公司营收 14.5 亿元, 同比+8%, 归母净利润 5.5 亿元, 同比+10%, 扣非归母净利润 2.96 亿元, 同比-36%, 剔除股份支付和可转债利息费用后的扣非归母净利润为 3.9 亿元, 同比-28%。2022Q4 单季营收 3.0 亿元, 同比-33%, 环比+1%; 归母净利润 0.5 亿元, 同比-67%, 环比-58%; 扣非归母净利润 0.15 亿元, 同比-90%, 环比-73%。2022 年公司出货 2481 吨, 单吨价格约 58 万元, 其中 Q4 出货约 682 吨, 单吨价格约 44 万元, 剔除股份支付、可转债利息、保险费用支出影响的扣非净利(纯经营性利润)约 7.4 万元/吨, 主要系公司为优化竞争格局, 2022 年开始主动降低热场价格换取长期市占率。我们认为 2023Q1 热场价格 35 万元/吨有望见底企稳, 已接近热场尾部厂商的成本线, 有望出清部分落后产能, 未来随着碳纤维价格回落、单炉产量提高和良率提升, 公司单吨利润有望企稳。受碳纤维涨价&产品降价影响, 盈利能力有所下滑。2022 年公司毛利率 47.8%, 同比-9.5pct, 销售净利率为 38%, 同比+0.5pct, 主要系 2022 年政府补贴较多约 2.6 亿元, 剔除股份支付、可转债利息和保险费用影响后的扣非净利率约 29%, 同比

-12pct; 期间费用率为 23.4%，同比+8pct。2022Q4 单季公司毛利率为 39.1%，同比-16.5pct，环比-4.6pct; 销售净利率为 18%，同比-19.1pct，环比-24.9pct; 剔除股份支付、可转债利息和保险费用影响后的扣非净利率约 17%。 合同负债&存货较为稳定，保障业绩增长。截至 2022 年底合同负债 0.07 亿元，同比+5%; 存货 1.9 亿元，同比-29%，主要 2021 年底原材料增长较多增高基数; 经营活动净现金流 4.9 亿元，同比+640%，主要系销售规模增大和政府补助增加所致。 长期看好碳基复合材料龙头平台化布局。(1) 高纯热场: 光伏 N 型硅片热场、SiC 热场对纯度提出更高要求，公司已与宇泽(光伏 N 型热场)、天科合达(SiC 热场)等达成战略合作。(2) 碳陶刹车盘: 通过不断优化产品成本，提供不同性能等级的碳陶刹车盘，已满足主机厂不同车型的要求，现已收到 4 个定点通知并开始小批量交付，公司目前年产能约 10 万盘并积极扩大产能。(3) 锂电负极材料: 代加工产线加快建设进度，全年出货 5-6 万吨，公司与多家相关公司持续沟通中，预计 2023Q1 产能释放。(4) 氢能领域: 氢气制备与碳纸目前处于产线投建阶段。 盈利预测与投资评级: 随着热场价格逐步企稳，长期碳基复合材料平台化布局，我们基本维持 2023-2024 年公司归母净利润为 8.8/11.5 亿元，预计 2025 年归母净利润为 15.2 亿元，对应当前股价 PE 为 18/14/10X，维持“买入”评级。 风险提示: 竞争格局恶化，新品拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 刘晓旭)

杭叉集团(603298): 2023 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 持续受益全球化和锂电化

事件: 公司披露 2023 年一季报。 投资要点 归母净利润同比增长 54%超预期, 持续受益全球化和锂电化 2023 年 Q1 公司实现营收 39 亿元, 同比增长 9%, 归母净利润 2.9 亿元, 同比增长 54%, 扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 52%, 超市场预期。2023 年 Q1 我国叉车行业销量 28 万台, 同比增长 1.5%, 公司营收相对行业具备明显阿尔法, 主要受益产品锂电化和全球化。利润增速快于营收, 主要受益业务结构优化、原材料价格下降和联营企业经营改善。 产品结构优化、原材料价格回落, 盈利能力有望持续提升 2023 年 Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 18%、8%, 同比 3pct、2pct。Q1 利润率环比下滑, 我们判断系内外销结构变化, 2022 年 Q4 外销占比较高。费用端, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.0%/2.2%/4.3%/0.4%, 同比变动 0.2/0.0/0.2/-0.1pct, 维持稳定。公司盈利能力有望持续提升: (1) 2022 年 Q3 以来钢材价格持续下行, 公司成本端压力减弱, 已体现在报表端。同时, 碳酸锂价格下降有望传导至下游, 逐步降低电池采购成本。(2) 高价值量的锂电叉车占比提升, 带动价格中枢上移。(3) 公司海外渠道建设取得成效, 规模效应释放, 且海外市场价格竞争不如国内激烈, 近两年外资品牌价格为国产品牌 30%以上。2022 年公司国内毛利率 13%, 海外毛利率达 26%, 未来海外收入占比提升有望带动利润率中枢上移。 景气复苏、锂电化与全球化共振, 看好国产叉车龙头成长性 我们看好公司成长性: (1) 公司叉车产能充足, 工业车辆产能在 40 万台以上, 2022 年公司产量 23 万台, 产能利用率仅 58%。2023 年初至今, 制造业整体呈缓慢复苏趋势, PMI 连续 3 个月位于枯荣线上, 需求持续修复, 公司有望率先受益。(2) 从产品线上看, 公司为业内锂电技术最领先、产品型谱最全面的企业, 锂电化趋势下竞争地位提升, 产品结构持续优化。2022 年锂电叉车相对内燃叉车毛利率高 2-3pct, 公司利润中枢有望上移。(3) 国产叉车具备锂电产业链领先、性价比优势, 海外锂电化大背景下有望弯道超车。2021 年全球

前三叉车龙头丰田、凯傲、永恒力收入体量分别为 159/74/55 亿美元，同期公司仅 23 亿美元，成长空间极大。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 13/15/18 亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：地缘政治冲突，制造业复苏不及预期，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)

海泰新光 (688677)：2022 年报及 2023 一季报点评：Q1 业绩超预期，新品不断获证，整机业务未来可期

投资要点 事件：2022 年公司实现收入 4.8 亿元 (+53.97%，同比，下同)，归母净利润 1.8 亿元 (+55.07%)；扣非后归母净利润 1.7 亿元 (+79.44%)；2023Q1 公司实现收入 1.5 亿元 (+58.76%)，归母净利润 4846 万元 (+35.40%)；扣非归母净利润 4639 万元 (+38.45%)，Q1 业绩超我们预期。大客户待履行金额高，核心业务持续高速增长，光学业务有望提速：受益于下游国内外客户需求增加，公司 2022 年医疗器件板块实现收入 3.66 亿元 (+60.78%)，我们预计 22 年底预留镜体订单约在 1.9 万根，我们认为 2023 年国内外镜体及光源订单有望持续增长；此外，截至 22 年底公司与史赛克订单待履行金额达 2.9 亿元，我们预计 2023 年医用内窥镜器械收入将维持快速增长。光学领域，22 年实现收入 1.1 亿元 (+34.08%)，2022 年，多款激光镜头成功投放市场，口扫、激光等产品持续快速发展，此外，我们预计公司为丹纳赫生产的荧光光学显微镜有望于年内正式生产，掌纹静脉模组有望与轨道交通等终端合作放量，2023 年光学业务增长有望进一步提速。自主品牌国内商业化开启+拓展整机代工，三驾马车齐驱有望显著增厚业绩：2022 年，公司第一代 4K 荧光摄像系统获批并投放到临床使用，同年底，第二代 4K 荧光成像系统完成样机并提交注册检验，我们认为其有望于 23Q3 获批，有望充分受益于国内荧光内窥镜行业高景气度。除了自主品牌外，公司与国药成立合资公司国药新光，同时与中国史赛克洽谈合作，我们预计公司与国药新光、中国史赛克合作的整机将于 23Q2-Q3 落地，三驾马车并驾齐驱，有望迅速加强公司产品在不同渠道的影响力，分享国内广阔市场。23Q1 业绩超预期，除雾摄像等新品不断获批加深护城河：23Q1 公司业绩延续高速增长，主要系内窥镜产业业务增长明显，剔除股权支付、人工薪酬增加等费用后，公司归母净利润、扣非净利润同比增长 49.74%、53.76%；公司不断加大对新产品、新技术的研发投入，2022 年研发费用 5990 万元 (+44.88%)，2023Q1 研发投入进一步加强，为 1714 万元 (+61.26%)，在此背景下公司自主研发的 4K 除雾内窥镜摄像系统 N700-F 也于 2023 年 2 月 13 日获准注册，未来将与第二代 4K 荧光摄像系统构成迭代整机产品，进一步加深护城河。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测分别为 2.45 /3.29 亿元，预计 2025 年归母净利润为 4.24 亿元，当前市值对应 PE 分别为 38/28/22 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期；汇兑损益风险等。

(证券分析师：朱国广)

谱尼测试 (300887)：2022 年报&2023 年一季报点评：业绩继续高速增长，利润率有望提升释放业绩弹性

事件：公司披露 2022 年报和 2023 年一季报。投资要点 2022 年&2023Q1 业绩继续高速增长，核酸回款改善 2022 年公司实现营收 37.6 亿元，同比增长 87.5%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 45.6%，基本位于此前业绩高中值，符合市场预期。分板块看：(1) 健康与环

保实现营收 32.4 亿元，同比增长 87%，主要系核酸检测需求旺盛。(2) 汽车及其他消费品实现营收 2.9 亿元，同比增长 53%，受益新能源车下游高景气。(3) 安全保障实现营收 1.6 亿元，同比增长 248%，2021-2022 年西安创尼、北京谱尼陆续获得装备承制单位资格证，军工业务拓展加速，2022 年西安实验室封顶，产能瓶颈破解，板块增速大幅提升。(4) 电子电气实现营收 0.7 亿元，同比增长 74%，系并购深圳通测。核酸检测以外业务成长性同样突出，我们测算剔除核酸后 2022 年归母净利润增速超 50%，看好 2023 年继续高速增长。2023 年 Q1 公司实现营收 5.3 亿元，同比略降 1.5%，归母净利润 926 万元，同比增长 68.1%，维持高速增长。现金流方面，2022Q4/2023Q1 经营性净现金流分别为 3.18、0.33 亿元，同比分别提升 106%/扭亏，回款持续改善。人均产值提升&业务结构优化，利润率有望开启上行通道 2022 年公司销售毛利率、销售净利率分别为 35.6%、8.6%，同比分别下降 10.6pct、2.4pct。利润率下降主要系低利润率的核酸检测占比提升。2022 年 Q3 起公司业务结构优化，毛利率修复明显，2022Q4/2023Q1 毛利率分别为 37%/41%，环比提升 2.5/3.4pct。费用端，受益实验室规模效应释放，公司费控能力持续提升：2022 年公司期间费用率为 24.9%，同比下降 9.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.7%/7.7%/7.4%/0.1%，同比分别-6.0/-3.0/-0.1/+0.1pct。整体来看，公司销售净利率相较同行具备较大提升空间。检测行业主要成本为人员及折旧，随着公司实验室产能爬坡，业务结构优化及人均产值提升，利润率有望开启上行通道，释放业绩弹性。第三方综合检测龙头，业绩增长确定性强 我们看好公司业绩成长性：(1) 第三方检测增速快、增长稳，穿越牛熊。2021 年我国第三方检测市场规模为 1657 亿元，同比提升 19%，2015-2021 年 CAGR 15%，行业增速为 GDP 增速 2 倍以上。2021 年谱尼测试国内份额仅 1%，下游覆盖新能源汽车、军工等多个高景气板块，份额提升空间足够大。(2) 公司实验室产能持续扩张，上海、武汉基地产能有序释放，西安、青岛、郑州基地陆续投产，支撑公司业绩增长。(3) 公司将持续受益实验室规模效应释放、精细化管理推进、业务结构优化，利润率中枢有望持续上移。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年归母净利润预测 4.0/5.3 亿元，预计 2025 年归母净利润 7.2 亿元，对应 PE 为 28/21/15 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济及政策变动；实验室投产不及预期；并购后协同效应不及预期

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

东方盛虹(000301)：2023 年一季报点评：业绩明显改善，产能持续扩张

投资要点 事件：2023Q1，公司实现营业收入 295.34 亿元，同比上升 114%，环比上升 73%；归母净利润 7.17 亿元，同比上升 5%，环比上升 170%；扣非归母净利润 6.97 亿元，同比上升 1%，环比上升 167%；毛利率 14.32%，同比上升 2.06pct；净利率 2.42%，同比下降 2.56pct。公司业绩同比上升，环比大幅改善，疫后复苏进程迅速推进。2023Q1，公司经营性现金流 23.37 亿元，同比上升 374%，在手资金充足，可持续发展能力优异。项目陆续投产，保障低成本原料供应：2022 年 4 月，斯尔邦石化 70 万吨/年丙烷脱氢 (PDH) 装置一次性开车成功，可以根据甲醇和丙烷的市场行情，灵活调整 MTO 和 PDH 装置产能，进一步降本增效。2022 年 12 月，盛虹炼化一体化项目常减压、芳烃、乙烯及下游化工品等装置相继全面投产，为下游新能源新材料、高性能化学品生产提供规模化、低成本、丰富的原材料，

进一步巩固竞争优势。产能预期扩张，业绩释放高潜力：公司预期产能在百万吨的产品包括：1) 百万吨 EVA：目前公司已有 30 万吨 EVA 产能，未来计划新建 70 万吨 EVA 及 5 万吨 Enba 高端聚烯烃材料项目，将于 2024 年底开始逐步投产，2025 年投产完毕。EVA 市场空间广阔，随着光伏和电缆产业的发展，发泡、电线电缆及光伏胶膜已成为 EVA 下游的主要消费领域。2) 百万吨丙烯腈：目前公司已有 78 万吨丙烯腈产能，2023 年将新增 26 万吨产能，总产能达到 104 万吨，位居世界第一位。3) 百万吨的可降解塑料：一期已规划建设 34 万吨顺酐、30 万吨 BDO、18 万吨 PBAT，计划 2024 年投产，未来公司的可降解塑料产能规模将达到百万吨级别。盈利预测与投资评级：根据公司项目推进情况，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 85、97、107 亿元（此前为 99、105、113 亿元），同比增速为 1459%、14%、11%，对应 2023-2025 年 EPS（摊薄）为 1.29、1.47 和 1.62 元/股，按 2023 年 4 月 20 日收盘价对应的 PE 分别为 9.64、8.48 和 7.67 倍。我们看好公司从传统的大炼化聚酯化纤领域向着新能源新材料领域的积极转型，公司具有较高成长性和盈利空间，维持“买入”评级。风险提示：原油价格短期大幅波动的风险；聚酯纤维盈利不及预期风险；炼化产能过剩的风险。

（证券分析师：陈淑娟 证券分析师：曾朵红 证

券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

珀莱雅（603605）：2022 年年报和 2023 年一季报点评：23Q1 逆势表现亮眼，多品牌规模快速成长

投资要点 2022 年和 2023Q1 营收、归母净利均保持快速增长：2022 年公司实现营收 63.9 亿元（同比+37.8%，下同），实现归母净利 8.2 亿元（+41.9%），实现扣非归母净利 7.9 亿元（+38.8%）。2022 年公司营收、业绩增速均略超市场此前预期。对应 2022Q4，公司实现营收 24.2 亿元（+49.5%），实现归母净利 3.2 亿元（+52.1%），实现扣非归母净利 3.1 亿元（+47.2%）。2023Q1 公司在淡季逆势表现持续亮眼，实现营收 16.2 亿元（+29.3%），实现归母净利 2.1 亿元（+31.3%），实现扣非归母净利 2.0 亿元（+34.9%）。盈利能力有所提升，持续加码研发投入：2022 年公司毛利率/净利率分别为 69.7%/13.0%，分别同比 +3.2pct/+1.0pct。2023Q1 公司毛利率/净利率分别为 70.0%/13.7%，分别同比 +2.5pct/+0.2pct。盈利能力均呈现改善趋势，毛利率增加主要系线上直营占比提升以及大单品战略实施。2022 年公司研发费用率同比提升 0.4pct 至 2.0%，母公司研发费用率同比提升 0.8pct 至 4.3%，持续加码研发投入。2022 年销售费用率同比提升 0.7pct 至 43.6%，主要系新品牌孵化以及品牌重塑所致。管理费用率在包含 0.38 亿股股权激励费用的基础上仍基本保持稳定。线上占比超九成，多品牌规模快速成长：（1）渠道方面：2022 年公司线上/线下分别实现营收 57.9/5.7 亿元，营收占比分别为 91%/9%，分别同比 +47.5%/-17.6%。其中，线上直营引领增长（+59.8%）。（2）品牌方面：2022 年主品牌珀莱雅实现营收 52.6 亿元（+37.5%），维持快速增长。彩棠/OR/悦芙媞分别实现营收 5.7/1.3/1.9 亿元，分别同比 +132%/+510%/+188%。多点开花增势可喜。公司夯实大单品矩阵策略，多平台大单品占比持续提升，其中天猫平台大单品占比最高，双抗/红宝石/源力系列均呈现高速增长。盈利预测与投资评级：公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团，在天猫，抖音等多电商平台销售排名领先，展现其强品牌力。多系列大单品矩阵战略推进顺利，未来经营韧性可期。我们将公司 2023-24 年归母净利润从 9.23/11.37 亿元上调为 10.41/12.94 亿元，分别同增 27%/24%，预计 2025 年归母净利润为 15.70 亿元，同增 21%，当前市

值对应 2023~25 年 PE 为 45x/36x/30x，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动、疫情反复、重要客户流失。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇 证券分析师: 汤军)

华东医药 (000963): 2023 一季报点评: 工业板块稳健增长, 医美板块有望于二季度增长加速

投资要点 事件: 2023 年 Q1, 公司实现营业收入 101.15 亿元 (+13.23%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 7.55 亿元 (+7.23%), 扣非归母净利润 7.58 亿元 (+8.45%); 如扣除参控股研发机构损益, 实现扣非归母净利润 8.55 亿元 (+14.99%)。公司收入及利润基本符合预期。 医药商业板块一季度阶段性加速增长, 工业板块收入保持稳健增长。分业务板块看, 1) 商业板块, 受阶段性药品需求增加影响, 2023Q1 公司医药商业增速同比有所加快, 整体实现营业收入 68.44 亿元 (+15.67%), 累计实现净利润同比增长 15.06%。2) 工业板块, 核心子公司中美华东整体经营继续保持稳定增长趋势, 实现营业收入 (含 CSO 业务) 30.75 亿元 (+10.19%); 实现合并扣非归母净利润 6.67 亿元 (+15.90%), 环比 2022 年 Q4 增长 39.98%, 继续呈现环比改善趋势。3) 工业微生物板块, 除核苷原料中间体业务订单受国际市场需求下降影响外, 其余产品业务均保持稳定增长。 医美板块国内伊妍士销售符合预期, 海内外医美二季度有望加速增长。2023 年 Q1, 医美板块合计实现收入 5.03 亿元 (剔除内部抵消因素), 同比增长 10.86%。国内医美业务: 销售子公司欣可丽美学积极抓住国内医美市场逐步回暖的市场契机, 实现营业收入 2.1 亿元 (+33.83%), 环比 2022 年四季度增长 10.51%。随着国内消费市场持续复苏向好, 预计公司国内医美业务二季度有望取得更好表现。海外医美业务: Sinclair 实现合并营业收入 3380 万英镑 (约 2.84 亿元人民币), 同比增长 8.89%; 实现 EBITDA 299 万英镑, 增速同比放缓的主要原因是部分区域订单有所延迟, 预计二季度起增速将逐渐回升。 创新药/医美在研管线丰富, 产品陆续上市将为公司长期增长提供动能。2023 年 Q1, 公司医药工业研发投入 3.87 亿元, 其中直接研发支出 3.06 亿元, 产品引进及研发股权投入 0.81 亿元。公司创新药全球研发中心成立以来已建立创新药研发管线项目 40 余项, 临床申报 IND 获批 6 个, 提交 pre-NDA/pre-BLA 3 个。公司医美产品注册及商业化不断取得进展, Ellans é®伊妍仕®M 型/MaiLi Extreme 玻尿酸已顺利完成中国临床试验全部受试者入组, 并已开始随访; Sinclair 已启动 Ellans é®产品/MaiLi® 系列玻尿酸产品的美国市场注册工作。双极射频抗衰设备“芮艾琨®”(Reaction®) 计划于 2023Q2 在国内上市销售。此外, 利拉鲁肽注射液的肥胖或超重适应症有望于年内获批。 盈利预测与投资评级: 维持预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 30.76/37.76/45.52 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 24/20/16 倍。维持“买入”评级。 风险提示: 医美产品终端竞争激烈导致盈利水平不及预期的风险; 海外医美子公司盈利不及预期的风险; 集采政策不确定性风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

宁德时代 (300750): 2023 年一季报点评: 一季报大超预期, 逆市彰显龙头风范

投资要点 一季报收入及利润大超预期。公司 23Q1 营收 890 亿元, 同增 83%, 环降, 归母净利 98.22 亿元, 同增 557.97%, 扣非净利 78 亿元, 同增 698.35%, 毛利率 21%, 同环比+6.8/-1.3pct, 净利率 11%, 环比持平, 扣非净利率 8.8%, 环比-1.5pct。业绩超市场预期来自于出

销量超预期，同时投资收益 15 亿及其他收益 14 亿亮眼。23Q1 进一步去库、出货超预期、且海外份额提升明显。我们预计公司 Q1 产量 70-75GWh+，同环比+25%/-25%，出货量 75-80GWh，同环比+55%/-20%，进一步去库（23Q1 末存货减少 127 亿，由于 22 年末公司发出商品 30GWh+，预计 5-10GWh 于 23Q1 确认）。结构上看，储能出货预计 15GWh+，环降 5-10%，占比进一步提升至 20%+；动力出货 60GWh，环比降 20%+，其中海外市占率进一步提升，23 年 1-2 月欧洲份额提升至 31%、美国提升至 16%。全年看，公司 Q2 排产逐月恢复，随着碳酸锂价格企稳，我们预计 23Q3 公司出货将明显跃升，维持全年 420GWh 出货预期，同增 40%+，其中动力预计 330GWh，同增 35%，储能 80GWh，同增 70%。盈利水平亮眼、其他业务毛利占比缩小。公司整体 23Q1 毛利率 21%，环降 1pct，我们预计动力毛利率达 18-19%，均价 1.15 元/wh，环降 5%（传导原材料降价），单位净利 0.07 元/wh+，环降 0.03 元/wh，主要受开工率低影响；储能毛利率预计 23%，单位净利 0.11 元/wh，动力储能整体贡献 60 亿元+净利。预计 6 月后公司产能利用率回升，且超级拉线投产、一体化布局逐步完善，Q3-4 毛利率有望进一步回升，全年电池业务净利率可维持 0.08 元/wh+。其他业务方面，预计 Q1 贡献 33-35 亿元，环降 20%，收入占比缩窄 1pct，预计贡献 15-20 亿元左右利润。23Q1 报表质量一如既往亮眼、现金流大幅提升。23Q1 公司期间费用 90 亿元，期间费用率 10%，同减 0.9pct，23Q1 公司投资收益 15 亿元，主要为参股公司股权处置收益，其他收益 14 亿元，主要为政府补助。23Q1 公司计提减值 11 亿元资产减值损失，存货跌价准备计提彻底。23Q1 公司经营活动净现金流净额 210 亿元，同比近翻番，表现亮眼。此外，23Q1 公司存货 640.38 亿元，较 22 年末减少 126 亿元。盈利预测与投资评级：我们维持公司 23-25 年归母净利润预测 464/632/855 亿元，同增 51%/36%/35%，对应 21x/15x/11x PE。考虑到公司装机、出货和市占率优势显著，且海外市占率快速提升，给予 23 年 35x PE，目标价 665 元，维持“买入”评级。风险提示：1）电动车销量不及预期；2）原材料价格波动；3）竞争加剧超预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

长川科技（300604）：2022 年报点评：数字测试机等新品放量，盈利水平持续提升

事件：公司发布 2022 年年报。数字测试机等新品放量，收入端延续高速增长 2022 年公司实现营收 25.77 亿元，同比+70.49%，基本符合预期，其中 Q4 实现营收 8.23 亿元，同比+85.96%，延续高速增长态势，表现出色，主要系数字测试机、三温分选机等新品持续放量，有效对冲了行业周期波动，分产品看：1）测试机：实现收入 11.16 亿元，同比+128.18%，占营收比重 43.32%，同比+10.95pct，测试机是公司营收增长的最大驱动力，主要系数字测试机国产化率较低，公司相关产品快速放量。2）分选机：实现收入 12.55 亿元，同比+34.04%，我们判断传统的重力式和平移式分选机受行业景气度影响承压，新品三温分选机市场需求旺盛，是分选机业务增长的主要驱动力。此外，探针台新品也逐步进入放量阶段，开始贡献收入。2）其他：实现收入 2.05 亿元，同比+139.05%，主要系配件需求快速提升。展望 2023 年，半导体行业经历长达一年多的下行周期，我们预计 2023Q2/Q3 行业开始迎来景气复苏，此外，数字测试机、三温分选机、探针台等新品快速放量，2023 年公司收入端有望延续高速增长。毛利率改善对冲研发费用率提升影响，盈利水平有明显改善 2022 年公司归母净利

润和扣非归母净利润分别为 4.61、3.95 亿元，分别同比+111.28%、103.94%，落在业绩快报指引区间；2022 年公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 18.64%、15.32%，分别同比+3.94pct 和+2.52pct，盈利水平有所改善。1) 毛利端：2022 年销售毛利率为 56.75%，同比+4.92pct，主要系毛利较高的测试机收入占比提升所致，2022 年测试机、分选机、其他业务毛利率分别为 68.96%、44.62%和 64.50%，分别同比+1.29、+1.97 和+2.79pct。我们判断测试机毛利率出现提升主要系数字测试机产品优化以及规模效应；分选机毛利率明显提升主要系三温分选机新品毛利率较高，大规模放量收入占比提升。2) 费用端：2022 年期间费用率为 39.51%，同比+1.28pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-2.57、+0.67、+3.19 和-0.01pct，其中研发费用率明显提升，主要系公司持续加大研发投入，2022 年研发费用为 6.45 亿元，同比+95.33%，2022 年研发人员达到 1790 人，同比+93.51%，高研发投入短期压制公司净利率，但为公司长远发展奠定坚实基础。半导体测试设备平台型企业，内生外延成长空间持续打开 相较爱德万&泰瑞达，公司业务规模偏小，成长空间持续打开：①测试机：模拟测试机已达领先水平，具备市占率提升、持续扩张的条件；数字测试机市场规模约为模拟测试机的 6-7 倍，公司前瞻性布局多年，产业化突破将彻底打开成长空间。②分选机：公司是本土稀缺供应商，2023 年收购长奕科技（核心资产为 EXIS）过会，实现重力式、平移式和转塔式分选机全覆盖，夯实核心竞争力；③探针台：已成功开发一代产品 CP12，募投项目重点加码探针台，有望率先实现产业化突破。④此外，2019 年公司并购新加坡 STI，依托其 AOI 业务切入晶圆检测领域，有望成为第二成长曲线。 盈利预测与投资评级：考虑到封测行业下行压力，我们谨慎调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 8.15 和 12.60 亿元（原值 9.02 和 13.70 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 17.76 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 42/27/19 倍，维持“买入”评级。 风险提示：半导体行业投资不及预期，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）

恒逸石化（000703）：2022 年年报点评：盈利短期承压，产能持续释放业绩有望回升

投资要点 事件：2022 年，公司实现营业收入 1520.50 亿元，同比上升 17%；归母净利润-10.80 亿元，同比下降 132%；扣非归母净利润-10.92 亿元，同比下降 140%。2022 年 Q4 实现归母净利润-23.97 亿元，同比下降 837%，亏损环比扩大 383%；扣非净利润-24.81 亿元，亏损同比扩大 2373%，亏损环比扩大 435%。 成本抬升&下游需求减弱&库存积压，公司盈利承压：成本端，在原油等主要原材料价格持续高位波动，同时公司生产的能源、物流和包装等成本明显抬升；需求端，经济尚未完全回暖，聚酯板块下游需求疲软；库存端，产品库存积压，2022 年聚酯长丝 POY 平均库存天数为 29.5 天，同比增加 83.6%。公司经营管理难度增加，利润进一步下滑。 东南亚成品油价差整体高位，海外市场广阔：供给端，过去三年东南亚和澳洲炼厂关停超过 3000 万吨产能，新增炼厂数量不足且投资意愿不强烈；俄乌冲突背景下，俄罗斯出口成品油数量有所减少，东南亚成品油市场供给承压。需求端，受海外衰退影响，成品油价差或将收窄，但鉴于东南亚地区的发展潜力，东南亚成品油价差整体将维持高位。 公司在建项目丰富，未来可期：聚酯板块：1) 宿迁逸达 110 万吨/年短纤项目分三期建设，预计 2024 年达产；2) 海南逸盛 180 万吨的瓶片和 250 万吨 PTA 项目，预计在 2023 年 6 月投料装车。 己内酰胺板块：广西恒逸新材料 120

万吨己内酰胺项目采用了公司自研的气相重排技术，该工艺不副产硫酸铵，具有良好的经济性，项目建成后将成为世界唯一使用该技术制取己内酰胺的项目。盈利预测与投资评级：长期来看，东南亚成品油价差仍将维持较高水平，聚酯行业底部反转推动盈利提升。我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值为 23、28 亿元（此前为 30、35 亿元），同比增速为 316%、22%；新增 2025 年归母净利润预测值为 31 亿元，同比增速为 8%，对应 2023-2025 年 EPS（摊薄）为 0.64、0.77 和 0.84 元/股，按 2023 年 4 月 20 日收盘价对应的 PE 分别为 13.61、11.17 和 10.33 倍。基于广阔的东南亚成品油市场，以及国内经济复苏下长丝市场逐步回暖，我们看好公司在成品油、长丝行业的发展，维持“买入”评级。风险提示：原油价格大幅波动的风险；东南亚市场疫情反弹风险；下游产品利润修复缓慢的风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

容百科技（688005）：2023 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，海外客户进展顺利

投资要点 2023 年 Q1 公司实现归母净利润 3.11 亿元，环比下降 28.54%，符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 83.68 亿元，同比增加 61.91%，环比下降 22.83%；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 6.29%，环比下降 28.54%，扣非归母净利润 2.97 亿元，同比增长 0.32%，环比下降 26.72%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 8.72%，同比下降 4.87pct，环比增长 0.85pct；归母净利率 3.72%，同比下降 1.94pct，环比下降 0.3pct；23Q1 扣非净利率 3.55%，同比下降 2.18pct，环比下降 0.19pct。Q1 出货 2.6 万吨，同比增长 50%，2023 年预期 50%+ 增长。公司 Q1 出货 2.61 万吨，同比增长 50%，环比下降 15%+，高镍及海外客户需求相对稳定，增速好于行业，我们预计 2023 年总出货有望达 14 万吨，维持 50% 以上增长。产能方面，公司全球化布局加速，现有产能 25 万吨，其中韩国工厂一期 2 万吨 Q2 全部投产，陆续完成主流海外客户认证并实现百吨级出货，23 年预计达到数千吨的出货，后续美国欧洲布局规划中。Q1 单吨净利 1.2 万元左右，单位盈利维持稳定。盈利方面，公司 Q1 单吨净利 1.2 万元左右，环比下降 15%，主要系计提存货减值损失 0.95 亿元和投资损失 0.59 亿元，若加回，单吨净利达到 1.5 万元左右，单位盈利维持稳定，公司库存管理趋于稳健，随着 Q2 起产能利用率提升和碳酸锂降价影响减弱，我们预计 2023 年单吨利润维持 1.2-1.3 万元左右。存货明显降低，经营性现金流有所好转。2023Q1 期间费用合计 2.02 亿元，同比下降 31.26%，环比下降 18.87%，期间费用率为 2.42%，同比下降 3.28pct，环比增长 0.12pct。Q1 末公司存货 29 亿元，较年初降低 12%；23Q1 公司经营活动净现金流净额为 -3.01 亿元，同比下降 160.88%，环比增长 59.92%；资本开支为 5.77 亿元，同比下降 37.15%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 17.09/22.36/30.04 亿元的预测，同增 26%/31%/34%，对应 PE 为 18x/14x/10x，考虑公司作为三元正极龙头，销量持续提升，海外布局优势明显，给予 2023 年 25xPE，目标价 94.8 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

姚记科技（002605）：2022 年报点评：22 年业绩显韧性，期待 23 年迎来基本面拐点

投资要点 事件：公司 2022 年实现收入 39.15 亿元，同比+2.83%，归母净利润 3.49 亿元，同比-39.27%，扣非归母净利润 3.42 亿元，同

比-32.41%。2022 Q4 实现收入 11.01 元，同比+23.67%；归母净利润实现 0.56 亿元。22 年宏观承压背景下，公司主业体现出韧性。2022 年公司实现收入 39.15 亿元，同比+2.83%，其中游戏和广告业务受宏观经济影响明显。22 年国内移动游戏市场/互联网广告市场规模分别同比下降 14.4%/6.4%，公司游戏/广告业务收入同比下降 1.59%/3.43%，仍体现一定韧性。扑克牌销量则持续增长，收入同比增长 18.53%至 11 亿元，为公司贡献了一定收入增量。游戏版号发放逐步常态化，叠加自身产品周期，看好公司游戏业务在 23 年明显修复。23Q1，公司预计实现归母净利润 1.8-2 亿元，同比增长 96.07%—117.85%，主要受益于游戏业务利润增长。由于公司游戏产品不断更迭优化玩家体验，以及广告投放带来的积极影响，23Q1 公司游戏流水上升，营业收入增长；同时游戏推广费用较 22Q1 有所下降，整体游戏板块业绩同比增速显著。随着游戏行业版号发放常态化，我们看好 23 年公司基于自身强大研发能力实现业绩明显修复。23 年宏观经济修复，公司广告与扑克牌业务亦有望实现健康增长。23Q1 公司广告业务继续保持良好发展态势，公司通过不断优化内部管理，23Q1 利润率已实现进一步提升。扑克牌业务上，公司正积极推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，该项目有望提高生产水平与供货能力，进一步巩固及提升公司市场地位。在 23 年整体宏观经济修复背景下，我们看好公司广告与扑克牌业务实现健康增长。关注新业务球星卡成长潜力。球星卡在国内仍具有较大增长空间，公司此前战略投资球星卡交易和发行公司上海超旺，有望通过原有业务为球星卡业务生产环节和获客方面赋能，同时将结合区块链进行深度开发。我们认为球星卡的收藏价值与区块链确权功能高度契合，看好公司在该业务的持续发力。盈利预测与投资评级：我们将公司 2023-2024 年 EPS 由 1.74/2.16 元调整至 1.73/2.02 元，预计 2025 年 EPS 为 2.26 元，对应 23-25 年 PE 分别为 20/17/15 倍，长期我们仍看好公司主业稳健增长和新业务成长潜力，维持“买入”评级。风险提示：政策监管风险，商誉减值风险，新业务发展不及预期

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：郭若娜)

拓荆科技 (688072)：2023 年一季报点评：营收端实现高速增长，合同负债创历史新高

事件：公司发布 2023 年一季报。Q1 营收端实现高速增长，合同负债创历史新高 2023Q1 公司实现营业收入 4.02 亿元，同比+274%，加速增长，符合预期，我们判断主要系在手订单充足，设备加速交付确认，分产品我们推断 PECVD 仍是主要的收入构成，ALD&SACVD 等新品加速验证，逐步进入放量阶段。截至 2022 年末，公司在手订单 46.02 亿元（不含 Demo 订单），2022 年新签订单 43.62 亿元（不含 Demo 订单），同比+95.36%。2023Q1 末公司合同负债为 16.33 亿元，创历史新高，较 2022 年末增加 2.36 亿元，考虑到 2023Q1 确认部分订单，我们判断 2023Q1 公司新接订单仍然维持在较高水平，公司在手订单充足，将支撑 2023 年收入端延续高速增长。毛利率持续提升叠加费用率下降，盈利水平大幅修复 2023Q1 公司实现归母净利润 5372 万元，同比+552%；实现扣非归母净利润 1964 万元，同比+191%。2023Q1 公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 12.99%和 4.88%，分别同比+24.69pct 和+25.02pct，盈利水平大幅提升。1) 毛利率端：2023Q1 销售毛利率为 49.78%，表现极为出色，同比+2.34pct，明显提升，我们判断主要受益产品结构不断优化以及规模效应显现带来的平均成本降低。2) 费用端：2023Q1 期间费用率为 40.26%，同比

-25.28pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-5.50pct、-0.15pct、-22.21pct 和+2.59pct，研发费用率大幅下降，主要系规模效应。卡位薄膜沉积核心大赛道，产品线不断丰富打开成长空间。薄膜沉积设备作为前道三大核心设备，价值量占比高达 22%，日本政府 3 月 31 日宣布限制 23 项半导体制造设备的出口，其中 11 项薄膜沉积设备，有望加速薄膜沉积设备进口替代，作为薄膜沉积设备国产领军者，将充分受益进口替代。公司在稳固 PECVD 市场竞争力的同时，SACVD、HDPCVD、ALD 也持续取得产业化突破，成长空间不断打开。1) PECVD: 公司已覆盖逻辑、DRAM 存储、FLASH 闪存多个技术节点通用介质薄膜，并在 14nm 及 10nm 以下制程积极配合客户产业验证，并在 PECVD 基础上开发了应用于先进封装的低温薄膜沉积设备，客户验证顺利推进；2) SACVD: 适用于 45-10nm 沟槽填充，先进制程下渗透率存在提升趋势，已在国内集成电路制造产线实现了广泛应用，并取得了现有及新客户订单，有望进入放量阶段；3) HDPCVD: PF-300T Hesper、TS-300S Hesper 设备已取得不同客户的订单；4) ALD: 公司率先实现 PE-ALD 产业化，Thermal-ALD 已完成研发，并出货至不同客户端进行验证。此外，混合键合设备作为晶圆级三维集成应用中最前沿的核心设备之一，公司混合键合系列产品包括晶圆对晶圆键合产品和芯片对晶圆键合表面预处理产品，相关产品并出货至客户端进行验证，进一步打开成长空间。盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2025 年公司营业收入预测分别为 31.67、44.82 和 58.66 亿元，当前市值对应动态 PS 为 18、12 和 9 倍，维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂资本下滑、国产化率提升不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连 证券分析师: 马天翼)

海南机场 (600515): 2022 年报点评: 融入海南国资, 开启高质量发展

投资要点 事件: 2023 年 4 月 20 日晚, 海南机场发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 47.01 亿元, 同比+4%; 归母净利润 18.56 亿元, 同比+301%; 扣非归母净利润-5.16 亿元。2022 年 Q4 收入为 17.47 亿元, 同比+105%; 归母净利润为 1.53 亿元, 同比+52%; 扣非归母净利润为-2.84 亿元。受疫情影响, 2022 年 Q4 利润承压。受 2022 年 Q4 全国疫情的影响, 居民出行意愿持续走低, 拖累多个出行相关细分行业。2022 年 Q4 全国公路/铁路/民航运送旅客量分别为 7.6/2.9/0.5 亿人次, 为 2019 年同期的 34%/24%/29%。海南机场旗下核心资产三亚机场 2022Q4 旅客吞吐量和起降架次分别为 210.74 万人次和 1.75 万架次, 分别是 2019 年同期的 40%/53%, 优于全国平均出行情况。较低居民出行状况带来公司 Q4 亏损, 有望在 2023 年全面恢复。2022 年全年公司参与相关免税店销售额占全岛免税销售额的 21.5%。2022 年公司通过参股投资、提供场地租赁的方式参与 5 家免税店: 参股投资海口美兰机场免税店 49% 股权、三亚凤凰机场免税店 49% 股权、海南海航中免 50% 股权; 提供场地租赁给三亚凤凰机场免税店、海口日月广场免税店、海控全球精品免税城。五家免税店 2022 年线下销售额约为 75 亿元, 占海南岛内 12 家免税店免税销售额比例约为 21.5%。2023 年 Q1 全国居民出行意愿显著修复, 三亚机场旅客吞吐量创历史新高。根据公司披露月度生产经营数据, 2023 年 1-3 月三亚凤凰机场旅客吞吐量分别为 214.69/204.54/200.31 万人次, 其中 1 月数据创历史新高。整体 Q1 三亚机场旅客吞吐量和起降架次分别为 619.54 万人次和 3.61 万架次, 分别是 2019 年同期的 101%/105%。反映三亚作为国内高端旅游目的地拥有较强的聚客优势。盈利预测

与投资评级：海南机场融入海南国资后开启高质量发展，深度参与海南自贸港建设，有望持续享受海南赴岛游的繁荣及未来自贸港政策红利。基于更新的财务数据，我们微调海南机场 2023/2024 年及新增 2025 年盈利预测，预期 2023-2025 年归母净利润分别为 11.2/15.2/18.1 亿元（前值 2023/2024 年为 11.1/15.1 亿元），对应 2023-2025 年 PE 估值为 49/36/30 倍，维持“增持”评级。风险提示：居民出行消费意愿不及预期的风险、宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻璿）

罗莱生活（002293）：2022 年报及 2023 年一季报点评：22 年保持开店、业绩承压，23Q1 初步复苏

投资要点 公司公布 22 年报及 23 年一季报：1) 22 年：营收 53.14 亿元/yoy-7.75%、归母净利 5.74 亿元/yoy-19.59%，延续高分红政策，10 派现金 6 元，分红率 88%、股息率 5%。业绩略低于此前预期，收入下滑主因疫情影响销售，利润下滑幅度大于收入，主因费用率提升幅度超过毛利率提升幅度、资产减值损失同比增多 7400 万元。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比-2.49%/-9.20%/-9.27%/-9.41%、归母净利分别同比-12.81%/-36.32%/-18.94%/-18.27%，全年在疫情反复环境下业绩承压，Q2-Q4 受冲击程度较大。2) 23Q1：营收 12.40 亿元/yoy-3.62%、归母净利润 1.77 亿元/yoy+11.13%，收入下滑幅度环比收窄、净利恢复增长、呈复苏趋势。家纺延续拓店、22 年各渠道收入不同程度下滑。22 年家纺线上/直营/加盟/其他渠道收入分别同比-8.1%/-16.6%/-8.3%/-26.4%，收入分别占比 28%/6%/35%/9%。23Q1 线上、线下收入仍有中低个位数下滑，但呈逐月恢复趋势。1) 线上毛利率提升、保持行业第一：22 年线上收入虽小幅下滑，但在高举高打策略下，罗莱品牌提价、较 LOVO 占比提升，带动毛利率同比+2.1pct 至 50.54%。公司在 22 年 618 及双十一期间均为全网 GMV 第一。2) 直营开店加速，22 年疫情影响较大、23Q1 恢复最好：截至 22 年末直营门店 307 家/新开 72 家&净增 46 家、较 21 年的新开 44 家&净增 4 家速度加快，体现公司直营运营能力提升。22 年直营受疫情影响最大、收入下滑较多，但毛利率同比+0.11pct 至 66.54%、基本平稳。23Q1 直营渠道恢复最好，成熟门店已恢复至 21 年水平。3) 加盟延续开店、毛利率提升：截至 22 年末加盟门店 2355 家/新开 327 家&净增 135 家，较 21 年的新开 408 家&净增 241 家的速度有所放缓，同时加盟商拿货意愿转弱、收入有所下滑。22 年加盟毛利率同比+1.39pct 至 46.7%，主因 22 年上半年订货会考虑原材料价格上涨、对加盟商订货价格有所上调。4) 其他渠道：团购业务受企事业/大客户订单缩减影响、收入下滑较多。美国家具业务收入延续增长、净利小幅下滑，23 年预计平稳发展。22 年美国家具收入同比+7.6%、占比 22%，其中 22H1/H2 收入分别同比+12.9%/+3.2%、下半年增长有所放缓、主因美国经济降温影响。22 年毛利率 37.23%/yoy+0.04pct、基本持平，净利润 9728 万元/yoy-6%，主因美国通胀环境下运费、员工工资等支出增加。23Q1 美国家具业务个位数增长、对利润增长贡献个位数，从目前接单情况看预计 23 年全年有望同比持平。22 年净利率下降、23Q1 改善，美国家具业务拖累库存。1) 毛利率：22 年同比+0.96pct 至 45.96%、各渠道毛利率均稳中有升，23Q1 同比+2.71pct 至 44.01%、主因部分高毛利产品延迟至 Q1 发货。2) 期间费用率：22 年同比+1.88pct 至 29.87%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.84/-0.16/-0.05/+0.24pct 至 21.46%/6.73%/2.12%/-0.44%，收入下滑、而门店相关刚性费用导致费用率升高。23Q1 期间费用率同比-0.23pct 至 27.17%。3) 净利率：22 年同比-1.59pct 至 10.79%，主因费用率提

升幅度超过毛利率提升幅度、资产减值损失同比增多 7400 万元。23Q1 归母净利率同比+1.9pct 至 14.29%、受益于毛利率进一步提升。4) 存货: 22 年/23Q1 末存货分别同比+24.6%/+18.5%至 16.4/15.6 亿元, 存货周转天数分别同比+45/+49 天至 185/207 天, 存货增加主要来自美国家具业务、国内家纺存货持平略降。美国家具存货增加主因前两年需求旺盛、公司增加备货、而订制家具交货周期较长(6-10 个月)、导致库存增多。5) 现金流: 22 年经营活动现金流净额 4.3 亿元/yoy-41%, 主因零售收入下降。截至 22 年/23Q1 末货币资金分别为 12.0/13.9 亿元、现金充沛。盈利预测与投资评级: 公司为国内家纺龙头, 22 年受国内疫情反复影响收入利润有所下滑, 但公司着眼长期发展, 保持高举高打、拓店战略, 家纺业务毛利率稳中有升、线下门店逆势扩张。23Q1 收入降幅收窄、净利恢复增长, 环比改善趋势明显, 预计 23 年有望追平 21 年业绩。考虑 22 年业绩不及此前预期, 将 23-24 年归母净利润从此前的 7.48/8.52 亿元下调至 7.20/8.17 亿元、增加 25 年预测值 9.17 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 15/13/12X, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复、终端消费复苏不及预期、门店拓展不及预期。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

荣盛石化(002493): 2022 年年报点评: 盈利短期承压, 业绩拐点将至

投资要点 事件: 2022 年, 公司实现营业收入 2891 亿元, 同比上升 57.9%; 归母净利润 33 亿元, 同比下降 74.8%; 扣非归母净利润 20 亿元, 同比下降 84.3%。2022 年 Q4 实现归母净利润-21 亿元, 同比下降 167.8%, 环比下降 2612.9%; 扣非净利润-34 亿元, 同比下降 208.6%, 环比下降 2047.5%。业绩承压, 产品价差缩减&库存积压: 产品价差方面, 原油价格大幅波动导致公司原材料成本显著上升, 产品价差缩小, 利润率受到影响。产品库存方面, 美元加息引发海外需求下降, 叠加国内疫情影响货品的运输和销售, 在下游需求尚未完全修复的情况下, 2022 年聚酯长丝 POY、FDY、DTY 的平均库存天数分别为 29.5、30.4、35.5 天, 同比增加 83.6%、52.8%、38.1%。产品价差缩小和需求减弱导致公司业绩下滑。溢价近 9 成引入沙特阿美战投, 推动公司资产重估: 公司 2023 年 3 月 27 日收盘价为 12.91 元, 沙特阿美以 24.3 元/股价格收购公司股份, 溢价率近 9 成。同时, 双方签署《战略合作协议》, 战略有效期为 20 年, 双方未来将在原油供应(沙特阿美向浙石化供应原油 48 万桶/天, ATS 可向荣盛新加坡额外供应原油至多 8 万桶/天)、原料供应、化学品采购、精炼及化工品采购、原油储存(浙石化或其关联方向沙特阿美提供 300 万方原油储罐并由其确保库存量)技术分享等方面展开合作, 推动双方可持续发展。本次战略合作将进一步保障公司原材料供应, 拓展双方客户资源, 更好地推动公司的产业布局, 推动公司资产重估。延伸下游高端新材料, “减油增化”提高产品附加值: 公司目前有三个向下游延伸的新材料项目处于建设期, 主要产品包括: ABS、 α -烯烃、POE 聚烯烃弹性体、EVA/LDPE(管式)装置、DMC、PMMA 等, 预计将于 2024 年起贡献收入, 提升公司盈利水平。盈利预测与投资评级: 我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值为 84、135 亿元(此前为 105、137 亿元), 同比增速为 153%、59%; 新增 2025 年归母净利润预测值为 194 亿元, 同比增速为 44%, 对应 2023-2025 年 EPS(摊薄)为 0.83、1.33 和 1.91 元/股, 按 2023 年 4 月 20 日收盘价对应的 PE 分别为 16.61、10.42 和 7.24 倍。我们看好公司在高端新材料领域的项目布局, 维持“买入”评级。风险提示: 原料价格波动的风险; 行业竞争加剧的

风险。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

恒润股份(603985): 2022 年报点评: Q4 盈利水平环比明显改善, 静待 2023 年业绩加速修复

事件: 公司发布 2022 年年报。Q4 收入加速回暖, 2022 年收入端表现好于我们预期。2022 年公司实现营业收入 19.45 亿元, 同比-15.20%, 其中 Q4 为 5.88 亿元, 同比+4.39%, 加速回暖, 超过我们预期。分业务来看: 1) 风电行业: 2022 年公司风电塔筒法兰实现收入 9.18 亿元, 同比-24.01%, 收入占比 47.20%, 同比-5.47pct, 主要受 2022 年风电行业需求疲软影响, 公司风电塔筒法兰产品订单减少, 同时价格有一定下降。此外, 2022 年公司风电轴承实现收入 1.12 亿元, 收入占比达到 5.78%, 正式进入放量期; 2) 石化管道行业: 2022 年实现收入 2158 万元, 同比-78.27%, 收入占比 1.11%, 同比-3.22pct, 主要系国内石油和化工产品价格持续上涨, 石化管道用法兰订单减少; 3) 金属压力容器行业: 2022 年实现收入 7001 万元, 同比+0.39%, 收入占比 3.60%, 同比+0.56pct, 较上年基本持平; 4) 机械行业: 2022 年实现收入 1.58 亿元, 同比+42.28%, 收入占比 8.11%, 同比+3.28pct, 主要受益于工程机械行业总体相对稳定, 景气度较高; 5) 采购商: 2022 年实现收入 1.24 亿元, 同比+21.03%, 收入占比 6.39%, 同比+1.92pct。据我们不完全统计, 2022 年我国风机招标量达到 101GW, 同比+87%, 其中陆上风电 84GW, 同比+64%, 海上风电 17GW, 同比+513%。展望 2023 年, 随着下半年风电装机量大幅提升, 叠加海上风电需求加速放量, 我们判断公司法兰主业有望迎来量价齐升拐点。此外, 随着恒润传动产能陆续释放, 公司风电轴承业务有望加速扩张, 2023 年收入端有望重回快速增长。Q4 毛利率已明显改善, 看好 2023 年利润端加速修复。2022 年公司归母净利润为 9480 万元, 同比-78.55%, 其中 Q4 为 3815 万元, 同比-63.57%, 位于业绩预告中位区间。2022 年公司销售净利率为 4.87%, 同比-14.30pct, 明显下滑, 其中 Q4 销售净利率为 6.49%, 同比-11.76pct, 环比+3.9pct, 盈利水平已出现环比改善。1) 毛利端: 2022 年公司销售毛利率为 10.93%, 同比-13.36pct, 其中 Q4 销售毛利率为 13.24%, 同比+3.56pct, 环比+5.88pct, 明显改善。分行业来看, 2022 年公司风电塔筒法兰、石化管道、金属压力容器、机械行业和采购商毛利率分别为 10.25%、20.77%、33.82%、40.22%、14.87%, 分别同比-22.82pct、-5.44pct、-0.77pct、+7.48pct、+3.35pct, 风电塔筒法兰毛利率下滑是公司销售毛利率下降的主要原因。此外, 2022 年公司风电轴承毛利率为 2.73%, 相对较低, 我们判断主要系恒润传动仍处于产能爬坡期, 前期设备折旧及生产成本较高。2) 费用端: 2022 年公司期间费用率为 5.98%, 同比-3.17pct, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.06pct、-0.21pct、-0.88pct、-2.03pct, 财务费用率下降主要系利息支出减少、利息收入增加及汇率波动综合所致。3) 2022 年公司投资净收益仅为 2890 万元, 同比下降 1.49 亿元, 主要系光科光电原股权转让方回购公司持有的光科光电 31% 股权、公司出售银牛微电子股权, 对利润端表现产生一定负面影响。风电法兰具备持续扩张潜力, 布局风电轴承&齿轮打开成长空间。作为业内少有同时掌握锻件和深加工技术的企业, 公司具备平台化持续扩张的潜力。1) 在风电行业内: ①公司海上大功率法兰技术持续突破, 9MW 已经量产, 2021 年募投项目将生产能力扩充至 12MW, 达产年产值达到 12.46 亿元, 夯实公司在风电法兰领域核心竞争力。②2021 年募投加码风电轴承&齿轮项目, 完善风电产业链布局, 达产年产值分别为 19.51 和 24.55 亿元, 进一步打开成长空间,

其中轴承项目基建已基本完工，有望快速放量。2) 此外，公司产品还广泛应用于石化、金属压力容器、机械等行业，看好公司在产能放宽背景下，在其他领域市场份额快速提升。盈利预测与投资评级：考虑到风电原材料价格、产品结构等因素，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 3.02 和 5.10 亿元（原值 5.03 和 8.23 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 7.53 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 30、18、12 倍。基于公司风电法兰的市场竞争力，以及轴承业务的成长潜力，维持“买入”评级。风险提示：盈利水平下滑、市场竞争加剧、风电行业景气下滑等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

中航西飞（000768）：2022 年年报点评：订单放量推动营收持续增长，首期股权激励将为业绩提供新动力

事件：公司发布年度报告，2022 年实现营收 376.60 亿元，同比增长 15.17%；归母净利润 5.23 亿元，同比下降 19.84%；扣非归母净利润 4.18 亿元，同比下降 26.33%。投资要点 产品销量持续增长，税金增加导致利润下降。2022 年公司实现营收 376.60 亿元，同增 15.17%，主营销售产品持续增长。由于公司本期销售商品缴纳增值税增加，税金及附加较上年同期增加 4.00 亿元，导致归母净利润同降 19.84%。毛利率 7.05%（-0.44%）存在小幅下降，相对保持稳定。截止 2022 年末，存货为 262.49 亿元，同增 5.60%，产品储备充足；合同负债达 228.62 亿元，同增 247.13%，主要原因为公司销售订单量增长，预收产品货款增加，说明下游订单持续放量，市场需求量不断提升。首期股权激励于 2023 年 2 月授予，公司业绩发展有望步入新台阶。2023 年 2 月 7 日，公司审议通过首次股权激励计划相关议案，同意向 261 名股权激励对象以每股 13.45 元的价格授予限制性股票 1,311.6 万股，后调整为 1309.5 万股，激励对象包括董事、高管及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理、技术和业务骨干。公司的首次股权激励将提振高层及骨干士气，帮助公司更好地吸引优质人才，提升公司核心成员信心及工作热情，有利于公司业绩进一步增长。军民用大中型飞机龙头，航空制造及服务共同保障竞争优势。公司是我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是我国最大的运输机研制生产基地，公司研制的飞机零部件产品已涵盖所有国产民用大中型飞机主力型号，承担了新舟系列飞机、C919 大型客机、AG600 飞机、ARJ21 支线飞机的机身、机翼等关键核心部件研制工作。公司核心竞争优势突出，航空产品研发及制造方面，拥有多项国家发明专利，并积极开展基础研究及前沿技术的研发，制造技术类别齐全，重点关键技术不断改型升级，形成数字化生产大机型的能力。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航空产业链链长地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 11.20（-3.51）/15.05（-2.25）/19.75 亿元；对应 PE 分别为 63/47/36 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧）

中航沈飞（600760）：2022 年年报点评：净利润及订单量保持高速增长，股权收购推动科创能力快速发展

事件：公司发布 2022 年度报告，2022 年全年营收 415.98 亿元，同比增长 19.93%；归母净利润 23.05 亿元，同比增长 34.55%。投资要点 飞机制造龙头盈利表现依旧强势，销售订单量及确认收入持续增长。2022 年公司销售产品大增，实现营收 415.98 亿元，同增 19.93%；归

母净利润 23.05 亿元，同增 34.55%；扣非净利润 21.92 亿元，同增 37.07%，公司盈利能力持续提升，毛利率 9.95% (+0.19pct)，归母净利润率 5.54% (+0.57pct)。截止 2022 年年末，公司存货为 121.72 亿，同增 30.95%，系为下半年订单交付进行产品储备，公司订单量持续放量，生产效率不断跟进；合同负债为 221.09 亿元，同比下降 39.95%，表明公司大量预收款已确认，产品交付顺利。线束公司扩股引资推动航空线束技术研发，增资吉航与扬州院促进“研、造、修”一体化发展。2022 年 2 月，公司下属子公司线束公司增资扩股、引入航空工业集团线束产业资源，有利于发挥航空工业集团内部航空 EWIS 系统研发、生产和市场资源整合优势，并推进公司航空线束技术突破、产业整合以及关键技术研发。同年 4 月，公司以现金方式收购企管公司持有的吉航公司 60% 股份，此次交易目的在于健全公司航空防务装备产业链，完成产业链纵向延伸，促进“研、造、修”一体化发展。公司于 2023 年 1 月发布了关于公司以现金方式向扬州院增资 16000 万元的公告，公司将持有扬州院 34.12% 股权。本次增资交易将推动主机厂与科研院所协同创新合作，促进公司进一步提升科技创新能力。二期股权激励计划公布，业绩长期发展信心增加。公司首期股权激励效果显著，每年归母净利润均保持高速增长，2018-2022 年归母净利润平均增速高达 28.20%。公司 2022 年 11 月发布第二期股权激励计划，拟以每股 32.08 元向包括董事、高管及骨干员工共计 226 名首次授予不超过 785.2 万股。本次股权激励有利于公司建立、健全激励与约束相结合的分配机制的决心，将进一步调动公司核心成员的工作积极性，解锁条件较上期有显著提高，表明公司对业绩持续增长充满信心。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司航空产业链链长地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 28.67 (-2.60) / 36.65 (-4.29) / 44.67 亿元；对应 PE 分别为 38/30/25 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

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>