

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美国 M2 跌到 -4%，为 1930 年代以来前所未见

道指跌近 230 点，与标普齐创四周新低，Meta 财报利好盘后涨 12%，第一共和银行跌 30%

习近平同乌克兰总统泽连斯基通电话

我国跨境交易“去美元化”加速，十三年来人民币占比首次领先，美元“腰斩”

国务院联防联控机制发布会：近期全国疫情仍处于局部零星散发状态，短期内出现规模性疫情的可能性较小

银河观点集萃:

- **宏观:** 2023 年应坚持经济复苏的交易思路。首先 PPI 将于二季度见底，形成企业利润增速的底部；下半年随着房地产进一步改善、美联储停止加息之后中国出口见底、以及产成品去库存的完成，宏观经济和企业盈利将进一步回升。其次国内稳货币宽信用，三季度也有进一步降息的可能。其三美联储二季度停止加息，之后中美利差将逐渐转正，人民币对美元趋于升值，有利于人民币资产。

银河观点集锦

宏观：始于足下——2023年二季度宏观经济展望

1、核心观点

去年中国经济增长主要依靠投资与出口。今年主要依靠消费与服务业修复。此次调高 2023 年 GDP 增速预测至 6.1% (去年 12 月 10 日预测为 5.8%)；调高社会消费品零售额增速至 9.8% (此前预测 7.5%)，但调低全年 CPI 至 1.2%。预测 5 月 PPI 在 -3.0% 见底，年底恢复至 0.1% (此前预测年底 +2.0%)。

“货币价格三角”与政策平衡：(1) 汇率：随着中国经济的持续修复，人民币在二季度走强的概率更大，预计 4 至 5 月仍然在 6.8 左右运行，6 月可能趋向 6.7。(2) 通胀：全年低位运行，二季度 CPI 预计 0.5% 左右，全年 0.8% 左右。PPI 受基数影响更深，二季度可能低于 -3.0%，5 月形成全年低点，下半年缓慢上行。低通胀为货币政策打开空间。(3) 利率：预计政策利率上半年继续平稳，但三季度可能降息。原因一是二季度经济恢复仍处于观察期；二是美联储将在二季度结束加息；三是通胀率二季度处于低位，三季度上升幅度有限。

中国经济可能超预期之处：(1) 内需：需要修正人口负增长的线性外推，一是疫情影响正在消退。二是生育促进政策已经形成体系，目前已进入地方政府落实层面。(2) 出口：一季度好于预期，短期主要看美欧停止加息后的经济恢复能否对冲银行业危机的影响。中期主要看能源价格冲击缓和之后中国出口占全球份额的回升。预计出口 Q2 同比 -1.9%，Q3 同比 -4.5%，Q4 同比 +2.4%，全年增长 -1.0%。(3) 企业利润：PPI 在 5 月见底，下半年出口与库存周期见底，市场争议点主要在于下半年 PPI 回升的斜率、去库存过程的市场、以及房地产销售的可持续性。

海外方面，不论是美元周期、美欧利差因素还是美国经济相对表现，都指向美元指数下行，虽然联储缩表与避险因素仍会形成支撑，但不会改变向下方向，预计年末将进入 98 至 96 的区间。美债收益率二季度在 3.2% 左右存在一定支撑，但随着美国经济衰退和降息的概率上升，到年末有望回到 2.8% 左右。

美联储 5 月停止加息，Q4 在衰退概率中可能降息。(1) 美国劳动紧张逐步缓解，非农时薪同比增速年末应降至 3.5% 以下，对应核心 CPI 在 3.5% 至 4.0% 区间。而近期贝弗里奇曲线下降不仅意味着劳动紧张的缓解，也对应着失业率上升和年内衰退导致温和降息的可能。(2) 上半年通胀回落较为确定，指向加息在 5 月停止。下半年核心通胀预计仍在 3.5% 以上，阻碍 2% 的通胀目标达成，通胀的粘性导致年内难以多次或大幅降息。(3) 银行业问题对金融稳定短期不构成严重挑战，也不会导致美联储三季度初就放松金融条件，但银行业长期问题、美国经济因信贷收紧更快下滑的可能，都指向美联储在 2023Q4 开启降息。

美国经济处于“滚动衰退”当中：第一阶段影响对利率最敏感的房地产业。目前处于第二阶段，周期性下行向商品和工业生产蔓延。下半年预计进入最后阶段，紧缩对服务需求造成冲击，进而导致阻碍衰退判定的就业和收入指标下滑。届时美国经济将符合 NBER 全面衰退标准。预测美国在四季度末出现弱衰退和降息，且核心通胀压力和美国经济同步指标所反映的

韧性并不支持衰退提前到来。

比美联储更鹰的欧央行：在能源价格回落之后欧元区经济处于底部修复的状态。欧央行将 2023 年预期 GDP 增速从 0.5% 上调至 1.0%，但 2024 年从 1.5% 降低至 1.3%，既反映其认为年内不会衰退，也反映高通胀和高利率在 2024 年拖累经济增速，侧面展示了欧央行加息的决心。在欧元区核心 HICP 居高不下、经济缓慢恢复的背景下，预测欧央行在 5 月和 6 月均加息 25BP，利率终值（主要再融资利率）应不低于 4% 并将在夏季达到，这也意味着二季度欧央行比美联储更鹰。

投资启示：2023 年应坚持经济复苏的交易思路。首先 PPI 将于二季度见底，形成企业利润增速的底部；下半年随着房地产进一步改善、美联储停止加息之后中国出口见底、以及产成品去库存的完成，宏观经济和企业盈利将进一步回升。其次国内稳货币宽信用，三季度也有进一步降息的可能。其三美联储二季度停止加息，之后中美利差将逐渐转正，人民币对美元趋于升值，有利于人民币资产。

风险提示：重要经济体增速超预期下行；通胀意外上升；市场出现严重流动性危机。

(分析师：高明,许冬石,詹璐)

浙文互联(603444.SH)：23Q1 营销业务重启增长，AI 加速赋能

1、事件

公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季报公告：2022 年公司实现营业收入 147.37 亿元，较上年同期增长 3.10%；归属于上市公司股东的净利润 0.81 亿元，同比减少 72.55%；扣非归母净利润 0.70 亿元，同比减少 71.75%。2023Q1 实现营收 27.96 亿元，同比减少 31.51%，归母净利润 0.38 亿元，同比增加 8.42%。

2、核心观点

22 年数字营销业务有所承压，23Q1 增长趋势已现。品牌营销方面，公司 22 年在汽车行业细分领域处于市场领先地位，实现了营业收入 26.43 亿元，并在新能源汽车客户方面取得了重要突破，取得比亚迪、小鹏汽车等客户资源。同时，公司在金融和快消行业等领域也实现了突破，取得中国银行、五粮液等客户资源。效果营销方面，公司与头条、腾讯等多家头部媒体保持紧密合作关系，实现营收 120.46 亿元，以规模优势延续头部代理商地位。23Q1 数字营销业务增长趋势已现，毛利率等多个指标好转。

AI 赋能数字文化升级，开拓第二增长曲线。公司领跑 AIGC 工具应用开发，推出米画和数字战士等应用，提高数字营销内容生产效率。公司的子品牌浙文米塔专注于元宇宙数字艺术创作，已吸引 47 万注册用户。此外，公司还在 AI 智能营销系统上投资，并与国内 AI 大模型

厂商合作，接入国内知名大模型如文心一言等。同时，浙文互联是杭州 2022 年亚运会和亚残运会官方线上品牌推广服务供应商，利用元宇宙前沿科技，为亚运会提供全面支持。

国资协同赋能，加速转型升级。浙文互联控股股东浙江文投是浙江省唯一的文化投资融资平台，随着数字经济的发展和国企改革的深化，国资赋能加速公司转型升级。文旅项目方面，浙文互联将参与数字浙江建设和宋韵文化传世工程建设。此外，此前浙文互联向浙文投定增 1.65 亿股正快速推进落地，募投项目前瞻性布局 AI 智能营销系统，卡位营销端数字资产积累。发行完成后浙文投持股比例将提升至 16.47%，股权结构进一步优化有助于进一步提高公司的核心竞争力。

3、投资建议

基于宏观经济恢复，我们认为公司主营营销业务 23 年将逐步复苏夯实基本盘，另外 AI 持续赋能，新业务有望带来增量。不考虑此次定增对股本的影响，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 3.00/3.47/4.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.23/0.26/0.31，对应 PE 分别为 31x/17x/23x，给予“推荐”评级。

风险提示：媒体流量供应商较为集中的风险、税收政策风险、新业务推进不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、宏观经济波动风险。

(分析师：岳铮)

苏州银行(002966.SZ)：资产端扩张延续，财富中收稳步增长

1、事件

公司发布了 2022 年年度报告和 2023 年一季报。

2、核心观点

利润增速持续亮眼，盈利能力进一步提升。2022 年和 2023Q1，公司实现营业收入同比分别增长 8.62% 和 5.26%；归母净利润同比增速 26.13% 和 20.84%，维持 20% 以上高增；年化加权平均 ROE 11.52% 和 13.04%，实现持续提升；基本 EPS 为 1.07 元和 0.32 元，同比增长 25.88% 和 10.34%。在资产质量优化和高拨备加持下，减值压力缓解反哺利润。2022 年和 2023Q1，公司信用减值损失同比减少 17.27% 和 30.46%。

净息差企稳，资产端以量补价效应延续，存款维持高增。2022 年和 2023Q1，公司利息净收入同比增长 10.73% 和 11.13%；净息差为 1.87% 和 1.77%，一季度环比继续下行、同比企稳，预计受到年初企业贷款投放较多影响。资产端持续扩张，细分领域信贷保持高景气度，非房零售贷款贡献度提升。截至 2022 年末，公司总贷款 2506.34 亿元，同比增长 17.51%，2023 年 3

月末增幅为 7.34%；企业贷款增速 17.05%和 8.61%。其中，普惠小微企业贷款、绿色贷款、民营贷款及制造业贷款 2022 年增幅均超 20%；零售贷款增速 18.35%和 4.67%，消费贷和经营贷款等非房零售贷款占比上升，结构优化。负债端存款延续高增，个人存款增量明显。截至 2022 年末，公司的总存款 3235.85 亿元，同比增长 16.25%，2023Q1 增速为 11.41%，其中，个人存款增速分别为 28.45%和 16.53%。

财富中收稳健增长，其他非息收入表现偏弱。2022 年和 2023Q1，公司非息收入同比变化 3.8%和-5.2%；其中，中间业务同比分别增长 7.77%和 6.49%。财富管理业务发展迅速，财富中收稳步增长，私行客户占比提升。2022 年，公司代客理财和代理类业务收入同比增长 7.1%和 25.69%，固收类产品保险、资管业务同比分别增长 71%和 224%，私行客户数较上年增幅 26%，私行客户金融总资产占比逐年提高。其他非息收入表现偏弱，主要受投资收益和汇兑亏损影响。2022 年和 2023Q1，公司其他非息收入同比变化 8.27%和-16.98%。其中，投资收益同比减少 14.52%和 30.49%，一季度汇兑亏损为 0.47 亿元。

资产质量优于同业水平，拨备计提充分。截至 2022 年末和 2023 年 3 月末，公司不良贷款率为 0.88%和 0.87%，关注贷款占比 0.75%和 0.76%，均维持在同业较低水平。拨备覆盖率 530.81%和 519.66%，风险抵补能力强劲。

3、投资建议

公司立足苏州、深耕江苏、全面融入长三角，区位优势显著，潜在基础客群和业务拓展空间广阔，锚定战略布局，深融区域协同发展，升级特色化金融品牌，围绕科创金融、绿色金融等加大资源配置，提速数字化转型，聚焦综合经营，实现经营业绩的稳健增长和业务规模的持续扩张，同时公司风控水平优异，不良率和拨备覆盖率均居同业前列水平。结合公司基本面和股价弹性，我们给予“推荐”评级，2023-2025 年 BVPS10.72/11.87/13.2 元，对应 2023-2025 年 PB0.69X/0.62X/0.56X。

风险提示：宏观经济增长低于预期导致资产质量恶化的风险。

(分析师：张一纬)

比依股份(603215.SH)：营收恢复增长，盈利能力提升

1、事件

比依股份发布 2022 年年报及 2023 一季报，2022 年公司实现营业收入 14.99 亿元，同比下滑 8.23%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比增长 48.52%；2022Q4 实现营业收入 4.46 亿元，同比增长 4.32%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 41.58%。2023Q1 公司实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 2.92%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 82.03%。公司拟向全体股

东每 10 股派发现金红利人民币 4.80 元（含税），合计派发 0.9 亿元，现金分红比例为 50.33%。

2、核心观点

一季度营收恢复增长。2022 年公司营收同比下降 8.23%，主要原因为公司外销收入下降。从内外销来看，外销为公司主要收入来源，2022 年营收 12.56 亿元，占比 83.75%。受全球经济放缓影响，公司的海外订单量减少，外销营收同比下降了 18.83%。由于国内客户苏泊尔、飞利浦的订单量增速大幅提升，内销收入同比增长 176.24%。分产品来看，2022 年公司空气炸锅、空气烤箱、油炸锅营收同比+5.08%、-6.16%和-48.13%，其中油炸锅业务下降较多主要系海外油炸锅订单量减少所致。从营收占比来看，公司空气炸锅占比最高，2022 年达到 73.37%。公司还积极布局咖啡机赛道，至 2022 年末已完成数款产品的试模工作。2023Q1 公司营收同比转正，增长 2.92%，主要原因为公司外销收入恢复。公司加大力度开拓新客户和新市场，报告期内派市场部骨干团队前往德国参展，并通过线上展会、电话营销等方式，接洽百余家品牌客户。

盈利能力提升。2022 年、2022Q4、2023Q1 公司销售毛利率分别为 19.55%、25.30%和 21.09%，同比上升 4.16、9.29 和 8.17PCT，我们认为 22Q4 和 23Q1 毛利率提升较多主要原因为原材料价格下降、产品结构优化、汇率波动。公司 2022 年销售、管理、财务、研发费用同比 6.28%、17.48%、-356.55%、17.74%，费用率分别为 1.14%、2.64%、-2.17%、4.30%，同比变动 0.15、0.58、-2.95、0.95PCT。管理费用率增加主要是因为业务招待费及资产的折旧和摊销增加所致，财务费用下降较多主要是因为汇率变动。2022 年公司汇兑损益为-0.31 亿元，2021 年同期为 794 万。2023Q1 的销售、管理、财务、研发费用率为 0.96、2.51、1.98 和 3.52%，同比变动-0.04、-0.28、1.58、0.78PCT，综合来看，公司 2022 年和 2023Q1 销售净利率分别为 11.88%和 12.26%，同比上升 4.54 和 5.33PCT。

3、投资建议

公司作为领先的加热类小家电代工企业，具备生产、技术和客户优势。随着公司发展自主品牌及切入新品类，业绩有望延续增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.01、2.38 和 2.84 亿元，EPS 分别为 1.08、1.28 和 1.52 元。上调至“推荐”评级。

风险提示：新产品开发不及预期的风险、海外市场恢复不及预期、原材料价格上涨的风险。

（分析师：李冠华）

普莱柯(603566.SH)：23Q1 业绩高增，直销收入占比提升

1、事件

公司发布 2022 年年度报告、2023 年第一季度报告。

2、核心观点

23Q1 公司业绩高增，毛利率相对低位。22 年公司营收 12.28 亿元，同比+11.78%，其中猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化药分别贡献 4.62 亿元、3.77 亿元、3.44 亿元，同比+19%、-1.27%、+13%；归母净利润 1.74 亿元，同比-28.68%；扣非后归母净利润为 1.54 亿元，同比-16.57%。公司综合毛利率 62.76%，同比-2.65pct；期间费用率为 45.32%，同比+2.05pct，其中销售费用同比+21.55%。23Q1 公司营业收入 3.06 亿元，同比+24.6%；归母净利润 0.65 亿元，同比+74.45%；扣非后归母净利润 0.6 亿元，同比+73.59%；销售毛利率为 58.98%，同比-2.87pct；期间费用率为 35.91%，同比-6.17pct。分红预案：每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税）。

直销收入占比提升，化药销量增长显著。22 年公司活疫苗、灭活疫苗及抗体、化药的销量同比-15.71%、+3.65%、+53.07%。公司以猪圆支二联灭活疫苗为代表的拳头产品销售收入实现较大增幅，市占率稳居行业前列。公司猪用、禽用疫苗、化药毛利率分别为 81.5%、55.02%、44.6%，同比-0.85pct、-5.96pct、-4.34pct。在销售渠道方面，22 年公司直销模式贡献收入 7.34 亿元，同比+24.62%，占比 62.06%（+7.25pct）。公司在猪鸡养殖前 30 位的大型养殖集团客户的销售收入占公司主营收入的比例提升至 45%（约+10pct）。

巩固技术研发优势，宠物、非瘟疫苗等持续推进。22 年公司研发投入 9045.51 万元，占营收的 7.37%，公司获得犬四联疫苗、猫三联疫苗、鸡新流腺鼻四联灭活疫苗等 4 项产品获得临床试验批件。公司与兰研所合作开发的非瘟亚单位疫苗已提交兽药应急评价申请；与兰研所合作开发的猪口蹄疫 OA 二价三组分亚单位疫苗交叉保护试验结果理想，已基本完成临床前研究；与哈兽研合作开发的高致病性禽流感（H5+H7 型）重组三价亚单位疫苗顺利完成临床试验，即将提交新兽药注册申请。另外，针对猪蓝耳病难题，公司加大技术李良何试验资源的投入，目前已基本确定可行的疫苗研发路径。公司在研产品丰富，后续业绩可期。

3、投资建议

公司研发能力强，产品储备丰富。随着下游养殖行业进入上行周期，疫苗将显著受益，公司潜在业绩增长可期。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.76 元、0.98 元、1.24 元，对应 PE 为 34 倍、26 倍、21 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：下游养殖疫情复发的风险；产品研发不及预期的风险；猪价波动的风险；市场竞争的风险等。

（分析师：谢芝优）

天坛生物(600161.SH)：静丙带动短期业绩，浆站建设提速提升成长空间

1、事件

公司发布 2022 年及 2023Q1 业绩。2022 年公司实现营业总收入 42.61 亿元 (+3.63%)，归母净利润 8.81 亿元 (+15.92%)，扣非归母净利润 8.54 亿元 (+12.93%)。其中，2022Q4 实现营业总收入 13.49 亿元 (+4.20%)，归母净利润 2.80 亿元 (+38.74%)，扣非归母净利润 2.71 亿元 (+32.60%)。2023Q1 公司实现营业总收入 12.92 亿元 (+83.30%)，归母净利润 2.62 亿元 (+109.23%)，扣非归母净利润 2.53 亿元 (+118.19%)。

2、核心观点

1) 保持行业领先地位，筹备浆站数量充足

2022 年，公司依托央企平台优势，新设 22 家浆站。截至 2022 年底，公司在营浆站已达 70 家，筹建中浆站 32 家。2022 年公司采浆量 2035 吨，同比增长达 11%，占行业总采浆量达 20%。公司浆站数量及采浆规模均持续保持国内领先。

2) 扩产项目陆续落地，奠定长期增长基础

公司永安厂区已于 2022 年 8 月开始投产，未来随着云南项目和兰州项目逐步建成投产，公司将拥有三个单厂投浆能力超千吨的血液制品生产基地。三个千吨级扩产项目搭配充足的在建浆站，奠定公司长期增长基础。

3) 行业景气度短期受益于静丙火爆，长期受益于诊疗恢复

由于 1 月疫情期间静丙缺口较大，2-3 月依然处于补库存状态，公司 2023Q1 业绩高增长。此外，受益于医疗服务复苏，和手术量密切相关的白蛋白有望恢复高增长。2023Q1 公司实现净利润 2.62 亿，23Q1 相较 21Q1 增长 72.4%，两年 Q1 复合增长 31.3%。

3、投资建议

天坛是国内血制品龙头企业，十四五期间浆站扩张最大受益者，预计成都永安、云南基地和兰州建成后，公司将拥有 4000-5000 吨的血浆处理能力，赶上国际一线血制品公司规模。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 10.78/13.15/15.27 亿元，同比增长 22.34%、21.98% 和 16.11%，对应 EPS 为 0.65/0.80/0.93 元，对应 PE 为 41/33/29 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：血制品安全性问题及单采血浆站监管风险、疫情反复影响采浆及终端需求的风险、新产品研发和上市进度不达预期的风险等。

(分析师：程培,刘晖)

高能环境(603588.SH)：资源化产能快速提升，Q1 业绩重回增长轨道

1、事件

高能环境发布 22 年报和 23 年一季报,公司 22 年实现营业收入 87.7 亿元,同比增长 12.1%;实现归母净利润 6.92 亿元,同比下降 4.65%。23Q1 实现营业收入 17.4 亿元,同比增长 10.8%;实现归母净利润 2.06 亿元,同比增长 21.1%。此外,公司公告了 2022 年度利润分配预案,拟每股派发现金红利 0.05 元(含税)。

2、核心观点

运营业务占比维持高位,工程业务订单稳定增长。22 年公司毛利率为 23.56%,同比减少 0.81pct;净利率为 8.48%,同比减少 2.13pct。期间费用率 14.04%,同比增加 1.25pct。经营性现金流净额-4.64 亿元,主要是公司为保障江西鑫科投产后能顺利生产运营,第四季度支付 10.97 亿的原材料采购款所致。22 年运营服务实现收入 55.1 亿元,同比增长 13.8%,占总收入 62.8%,是公司主要收入来源。公司签订工程类订单 29.35 亿元,同比增长 18.97%,充足订单也将保障工程业务稳健成长。

金属资源化项目陆续投产,延续高速发展势头。22 年公司固废危废资源化利用板块实现收入 40.6 亿元,同比增长 16.0%,占总收入 46.2%,毛利率 14.0%,同比增加 0.37pct。22 年高能鹏富、高能中色通过技改实现了降本增效;新投产的靖远高能二期、金昌高能、重庆耀辉、鑫盛源四个项目也逐步释放产能,贡献业绩;重点项目江西鑫科电解铜生产线于今年 3 月正式投入运营。公司危废核准处理规模快速增长,目前已超过 102 万吨/年,较 21 年末增长近一倍。22 年公司通过资源化利用生产冰铜、粗铜、粗铅、冰镍等产品 10.32 万吨,同比增长 28.43%,成为国内为数不多同时具备前后端生产能力的资源化利用企业。

收购珠海新虹股权,完善资源化业务在珠三角布局。今年 4 月,公司发布公告拟以 9100 万元取得珠海新虹 65%的股权。交易完成后,珠海新虹新建年处理 19.80 万吨危险废物综合回收生产线。该项目预计总投资 3 亿元,建设周期一年。处置能力包含重金属污泥 15 万吨,废线路板 4 万吨,废活性炭及退锡废液 0.80 万吨。珠海市作为未来广东省 PCB 产业规模最大的聚集地之一,将产生大量可资源化利用的重金属污泥。本次收购完成后,将与现有危废资源化项目形成区域协同和优势互补,增强公司危废综合利用的处置能力,进一步推动在珠三角区域的市场布局。

公司持续探索和加大非金属资源化领域的拓展。公司非金属资源化业务可以分为医疗废弃物资源化和废轮胎废橡胶资源化两大类。废塑料资源化领域,22 年公司完成对高能利嘉的投资收购,与浙江嘉天禾的医用废塑料回收利用形成协同互补,形成回收—处置—再生—制品—回销的闭环;废轮胎资源化领域,杭州新材料完善市场布局,投资新建了唐山和重庆两个基地,新增废轮胎处理能力 13.5 万吨/年。公司发展非金属资源化业务,有助于进一步完善产业布局,增强核心竞争力。

生活垃圾焚烧稳定发展,降本增效提升运营效率。22 年公司生活垃圾处理板块实现收入 9.79 亿元,同比增长 5.47%;毛利率为 44.45%,同比增加 0.44pct。去年由于物流受限、生活垃圾转运不畅,生活垃圾发电项目垃圾量同比下降,但各项目积极降本增效,通过技改提高发电效率,降低厂用电率,使板块毛利率保持稳定。目前公司有 13 个成熟运营的生活垃圾焚烧发电项目,运营规模达 11000 吨/日,在建的海拉尔项目规模为 600 吨/日。这些垃圾焚烧项目

能为公司带来稳定的现金流，支撑资源化业务拓展需求。

3、投资建议

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 11.4/15.5/17.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/1.02/1.17 元/股，对应 PE 分别为 13x/9.4x/8.2x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期的风险；固危废资源化产品跌价的风险；行业政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

(分析师：陶贻功,严明)

欧派家居(603833.SH)：22 年业绩韧性凸显，大家居模式快速拓展

1、事件

公司发布 2022 年年度报告。报告期内，公司实现营收 224.8 亿元，同比增长 9.97%；归母净利润 26.88 亿元，同比增长 0.86%；基本每股收益 4.41 元/股。其中，公司第四季度单季实现营收 62.11 亿元，同比增长 2.83%；归母净利润 6.98 亿元，同比增长 26.41%。

2、核心观点

毛利率维稳&费用率提升，公司净利率有所下滑。毛利率方面，公司综合毛利率为 31.61%，同比下降 0.01pct。其中，Q4 单季毛利率为 30.49%，同比提升 1.5pct，环比下降 2.65pct。费用率方面，公司期间费用率为 17.31%，同比提升 1.12pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.47%/5.94%/5%/-1.1%，分别同比变动+0.69pct/+0.41pct/+0.56pct/-0.54pct。净利率方面，公司净利率为 11.93%，同比下降 1.1pct。其中，Q4 单季净利率为 11.19%，同比提升 2.06pct，环比下降 3.58pct。

衣柜及配套品表现亮眼，橱柜、木门、卫浴稳健发展。衣柜及配套品方面，整家定制带动客单值持续提升，拎包/家装/整装/新零售/线上云店等多渠道全面布局，22 年门店数量达到 2,210 家 (+9)，实现营收 121.39 亿元 (+19.34%)。橱柜方面，稳步推进渠道布局，零售渠道新开新装门店超 440 家，零售体系合作装企超 4,000 家，集成厨房商业模式新开店超 170 家，开设商超大家居的城市超 100 个，22 年门店数量达到 2,479 家 (+20)，实现营收 71.73 亿元 (-4.73%)。木门方面，横拓品类版图，以“门墙定制、整体家居、新奢入户门”完成品牌跃升，22 年欧铂尼门店数量达到 1,056 家 (+35)，实现营收 13.46 亿元 (+8.85%)。卫浴方面，22 年门店数量达到 816 家 (+11)，实现营收 10.35 亿元 (+4.63%)。

零售发力实现稳增，大家居模式快速拓展。报告期内，公司直营/经销/大宗分别实现营收 7.06/175.82/34.95 亿元，同比变动+20.12%/+12.13%/-4.85%。其中，大家居商业模式快速拓展：

1) 整装大家居以欧派、铂尼思双品牌驱动,同头部装企建立合作,稳步推进“强大商、扶新商、精招商”策略,全年业绩实现高速增长;2) 零售大家居从创新店态、标准展示、销售模式打造等赋能零售体系转型整装赛道,获得消费者一致认可,客户平均净推荐值超9分(满分10分),截至2022年末,欧派零售体系已启动建设102个大家居店。

3、投资建议

公司为家居行业引领者,前瞻性、全方位布局打造强护城河,在行业承压背景下仍表现稳健,持续看好公司大家居战略落地带来业绩增长,预计公司2023/24/25年能够实现基本每股收益5.17/6.03/7元/股,对应PE为23X/19X/17X,维持“推荐”评级。

风险提示:需求不及预期、原材料价格大幅波动、行业竞争加剧。

(分析师:陈柏儒)

天壕环境(300332.SZ):售气量提升拉动利润高增长,期待增量气源进一步打开成长空间

1、事件

公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年实现营业收入38.42亿元,同比增长87.23%;实现归母净利润3.65亿元(扣非3.56亿元),同比增长79.22%(扣非增长139.67%)。利润分配方案为每10股派发现金红利0.85元(含税)。2023年第一季度实现营业收入12.98亿元,同比增长52.73%;实现归母净利润2.03亿元(扣非1.98亿元),同比增长53.86%(扣非增长48.22%)。

2、核心观点

成本控制能力增强,净利率同比提升

2022年整体毛利率24.35%(同比-3.71pct),净利率9.44%(同比+0.04pct);期间费用率8.02%(同比-6.2pct),其中管理费用率和财务费用率分别下降3.4pct、1.66pct,成本控制能力增强;经营性净现金流4.69亿元(同比+113.9%)。计提资产减值准备4970万元(同比-55.9%)。2023年一季度整体毛利率27.85%(同比-0.84pct),净利率16.00%(同比+0.59pct);期间费用率5.30%(同比-2.72pct),其中管理费用率和财务费用率分别下降0.67pct、1.04pct。

售气量提升拉动利润高增长

2021年7月,神安线山西-河北正式通气,带动2022年全年及2023年一季度售气量同比大幅增加以及利润高增长。其中,2022年售气量11.71亿立方米,同比77.42%;售气收入34.02

亿元，同比增长 136.49%；毛差约为 0.72 元/立方米。

神安线全线贯通，增量气源将打开成长空间

2022 年 12 月 1 日公司公告，神安线陕西-山西段完成物理连接并已进入试运行阶段，标志着神安线管道全线贯通。神安线设计输气能力 50 亿方/年（加压后可达到 80 亿方/年），长期来看输气量有较大增长空间。全线贯通后，中联公司在陕东区域神府区块，神木市附近长庆气田、延长气田，以及中石油保德区块、紫金山区块、三交北区块和三交区块，均可为神安线管道项目提供气源保障。公司预计 2023 年 4 月 1 日后，山西段增加中石油气源供给，陕西段零散气源引入，预计 2023 年夏季售气总量将大幅提升。预计 2023 年售气量达到 20-25 亿方，2024 年达到 30-35 亿方。

享有城市燃气特许经营权，终端市场开拓优势明显

全资子公司在山西省原平市、兴县和保德县、河北省霸州市津港工业园区等行政区域内享有城市燃气特许经营权，具备规模化经营的优势，终端开拓市场优势明显。后期随着神安线与国家管网联通，销售范围将扩大至山东、江苏等省份。公司持续拓展下游客户，于 2022 年 9 月与华电河北公司签订战略合作协议，先期以石热九期项目开展合作，力争 3 年内达到 4-8 亿立方米的合作规模。后期进一步开展鹿华热电、裕华热电以及分布式能源项目的供气合作，总需求达 24 亿立方米/年。

重组交易获取煤层气上游资源，上中下游一体化协同发展

3 月 24 日公司发布公告，与中国油气控股有限公司（702.HK）签署了重组意向条款清单，就公司拟参与中国油气控股重组的相关事项达成初步意向。

中国油气控股的核心主业为国内煤层气的勘探与开发，其与中石油合作开发鄂尔多斯盆地三交区块煤层气项目，并享有其中 70% 的权益，相关区块已完成勘探阶段工作，全面进入开采阶段，具有较大的开发潜力。三交项目生产规模 5 亿立方米/年。截至 2021 年末，三交项目已建成煤层气开发规模约为 2 亿立方米/年。

三交项目位于山西省吕梁市临县境内，与神安线管道距离较近，其开采的煤层气可经支线连接后通过神安线实现外输。重组交易完成后公司将打通上中下游全产业链，实现业务协同发展，提升公司盈利水平。

3、投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.15 亿元、9.88 亿元、13.77 亿元，对应 PE 分别为 14.7 倍、10.7 倍、7.7 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：上游气源增量不及预期；下游市场开拓不及预期；天然气价格波动的风险。

（分析师：陶贻功,严明）

恒辉安防(300952.SZ)：新材料投产助力业绩增长，产能规划成长性突出

1、事件

公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报。2022 年，公司实现营收 8.93 亿元，同比下降 5.94%；归母净利润 1.22 亿元，同比增长 31.49%；基本每股收益 0.84 元/股。其中，公司第四季度单季实现营收 2.08 亿元，同比下降 9.1%；归母净利润 0.2 亿元，同比下降 4.62%。2023Q1，公司实现营收 1.86 亿元，同比下降 2.82%；归母净利润 0.13 亿元，同比增长 2.88%。

2、核心观点

毛利率上涨&费用率改善，公司净利率实现提升。毛利率方面，2022 年，公司综合毛利率为 25.05%，同比提升 2.08pct。其中，Q4 单季毛利率为 34.45%，同比提升 7.18pct，环比提升 14.11pct。23Q1 单季毛利率为 22.28%，同比提升 3.33pct，环比下降 12.17pct。费用率方面，2022 年，公司期间费用率为 11.48%，同比下降 0.76pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.12%/5.39%/5.31%/-1.34%，分别同比变动+0.57pct/+0.84pct/-0.03pct/-2.13pct。2023Q1，公司期间费用率为 14.26%，同比提升 2.21pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.17%/5.06%/3.52%/2.51%，分别同比变动+0.89pct/-0.49pct/-0.13pct/+1.94pct。净利率方面，2022 年，公司净利率为 14.08%，同比提升 3.81pct，其中，Q4 单季净利率为 9.58%，同比下降 0.31pct，环比下降 12.57pct。23Q1 单季公司净利率为 6.62%，同比提升 0.07pct，环比下降 2.96pct。

功能性安防手套同比微降，内销市场快速拓展。外销方面，公司在稳定北美、欧洲市场基础上，加大新兴市场开拓力度，在澳大利亚、土耳其、北欧等国家和地区深化客户合作。内销方面，公司持续强化对工业用品大客户渠道、流通批发渠道的统筹布局，22 年同知名国产汽车制造、新能源科技企业建立战略合作，包括比亚迪、吉利、隆基等。同时，公司启动年产 7,200 万打功能性安防手套项目，预计将于 2024 年底完成建设。2022 年，公司功能性安全防护手套实现营收 8.83 亿元，同比下降 5.17%；境外/境内市场分别实现营收 8.18/0.76 亿元，分别同比变动-8.28%/+30.01%。

掌握超高分子量聚乙烯技术，快速推进产能建设。超高分子量聚乙烯纤维被广泛应用于军事装备、海洋产业、安全防护、建筑、高端纺织、体育器械等诸多领域。公司经过多年深耕研发，目前已可规模化生产从 50D 到 1,600D 不同规格的超高分子量聚乙烯纤维。2022 年，公司募投项目“超纤维新材料及功能性安全防护用品开发应用项目”一期建成并投入运营，超高分子量聚乙烯纤维项目设计产能 600 吨，实际生产 343 吨；二期、三期新增 2,400 吨超高分子量聚乙烯产能已经全部释放。

3、投资建议

公司为功能性安防手套龙头，掌握超高分子量聚乙烯生产能力，快速推进产能建设，未来成长可期，预计公司 2023/24/25 年能够实现基本每股收益 1.12/1.57/2 元，对应 PE 为 16X/11X/9X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：需求不及预期、原材料价格大幅波动、行业竞争加剧。

(分析师: 陈柏儒)

华能国际(600011.SH): 火电实现扭亏为盈, 新能源电量高增长

1、事件

公司发布 2023 年一季报, 2023 年第一季度实现营收 652.69 亿元, 同比增长 0.03%; 实现归母净利润 22.50 亿元 (扣非 20.08 亿元), 同比增长 335.30% (扣非增长 241.95%), 整体实现扭亏为盈。

2、核心观点

盈利能力同比大幅提升, 资产负债率下降明显

2023 年第一季度公司毛利率 10.08% (同比+6.42pct), 净利率 3.78% (同比+5.48pct), ROE (摊薄) 3.34% (同比+5.96pct), 整体盈利能力同比大幅提升。期间费用率 5.63% (同比-0.36pct), 成本控制能力良好。经营性现金流量净额 61.38 亿元, 同比下降 26.96%, 主要是由于第一季度收到电热费有所下降。截至一季度末, 公司资产负债率 71.3%, 同比下降 3.46pct, 环比上季度末下降 3.52pct。

火电板块实现扭亏为盈, 煤价下行有望推动盈利持续提升

一季度燃煤亏损 0.7 亿元 (同比减亏 98%/减亏 32 亿元), 燃机盈利 3.26 亿元 (同比增长 46%/增加 1.1 亿元)。火电整体盈利 2.56 亿元 (同比扭亏为盈/增加 33.1 亿元)。

受益于煤价下降以及电价上涨, 一季度火电板块实现整体扭亏为盈。我们预计市场煤价下行对长协履约有较大促进作用, 推动一季度入炉标煤单价大幅下降。一季度京唐港 5500 大卡动力煤均价 1135 元/吨, 较 2022 年全年下降 10.8%; 截至 4 月 25 日, 京唐港 5500 大卡动力煤价格进一步下降至 995 元/吨。我们预计 2023 年煤炭供需将转向宽松, 市场煤价有望继续波动下行, 火电盈利能力有望持续提升。此外, 一季度综合上网电价 518.69 元/兆瓦时 (同比+3.33%), 增厚整体盈利水平。

新能源板块盈利高增长, 风光装机规模持续提升

一季度风电盈利 19.25 亿元 (同比+27%), 光伏盈利 3.45 亿元 (同比+117%)。新能源板块盈利随着装机规模以及上网电量增加而增长。一季度公司风电上网电量 80.82 亿千瓦时 (同比+29.1%), 光伏上网电量 18.5 亿千瓦时 (同比+70.6%)。一季度公司新投产风电 0.11GW、光伏 0.69GW。截至 2022 年末, 风电累计装机 13.63GW, 太阳能累计装机 6.28GW, 新能源装机仅占公司总装机的 15.6% (同比+4.0pct), 后续盈利有较大上涨空间。

响应能源转型要求，2023-2025 年新能源装机有望加速

华能集团规划到 2025 年新增新能源装机 80GW 以上，确保清洁能源装机占比 50% 以上。公司目前煤电装机占比仍然较高，响应集团及国资委能源转型要求的积极性强，我们预计十四五期间公司新增新能源装机 40GW，年均新增 8GW 左右。2021-2022 年由于疫情以及光伏产业链价格过高等原因，新能源合计装机仅为 9GW。随着不利因素缓解，我们预计 2023-2025 年新能源装机有望加速至年均 10GW 左右。

3、投资建议

考虑到一季度煤价下跌超预期，我们上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 85.34 亿元、110.90 亿元、131.50 亿元，对应 PE 分别为 16.7 倍、12.8 倍、10.8 倍，当前维持“推荐”评级。

风险提示：煤价超预期上涨；新能源开发进度不及预期；上网电价下调等。

(分析师：陶贻功,严明)

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn