

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-09

宏观策略

2023年05月09日

宏观点评 20230505: 暂停加息了为何失业率还创新底?

本轮失业率会持续维持低位吗? 美联储刚在5月议息会议上暗示暂停加息, 可是4月美国的失业率却继续创新低。但是别慌, 由图2来看历史上这不足为奇: 过去加息暂停时失业率也并未见底, 甚至1995年与2018年开始降息时失业率也还未到低点。那么本轮新低的失业率有何特点? 我们不妨从4月非农数据来一探究竟

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230508: 光力转债: 半导体划片机国产替代龙头

我们预计光力转债上市首日价格在116.61~130.17元之间, 我们预计中签率为0.0013%

固收点评 20230508: 中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230424-20230505)

中资地产美元债价格异动情况: 20230424-20230505期间, 价格涨幅前五的债券分别为: 远洋地产宝财发行的 SINOCE 5.95 02/04/27 (15.17%)、海伦堡发行的 HLBCNH 11 10/08/23 (13.45%)、佳源国际发行的 JIAYUA 13 3/4 02/18/23 (12.48%)、阳光城发行的 SUNSHI 5.3 01/11/22 (11.57%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 2.7 01/13/25 (10.08%)。价格跌幅前五的债券分别为: 合景泰富发行的 KWGPRO 6 01/14/24 (-52.40%)、合景泰富发行的 KWGPRO 7.4 03/05/24 (-49.18%)、合景泰富发行的 KWGPRO 7 7/8 08/30/24 (-43.92%)、合景泰富发行的 KWGPRO 5 7/8 11/10/24 (-43.53%)、合景泰富的 KWGPRO 5.95 08/10/25 (-41.45%)。

固收周报 20230507: 反脆弱: 2023Q1 可转债基金业绩表现及转债持仓分析

本周(5月4日-5月5日)权益市场整体下跌, 多指数收跌, 中证转债指数下跌0.52%。

固收点评 20230507: 转债行业追踪系列(一): 环保固废处理行业可转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

旺能转债股性较强, 向上弹性充足, 叠加其业绩增长强劲, 正股估值极低, 因此继续建议予以关注, 以博取正股价上升带来的收益; 伟22转债业绩实现营收净利双正增, 债性显著, 正股偿债能力较强, 信用风险低, 建议加以关注。

固收周报 20230507: 如何看待2023年5月的流动性情况?

2023年5月流动性是否存在压力: 从实体经济角度而言, 超额准备金是真正意义上的“高能货币”。影响超储率的因素有五个: 外汇占款、对其他存款性公司债权(主要关注央行公开市场操作)、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手, 对2023年5月流动性情况进行预测。(1) 2023年5月外汇占款环比几乎无变动, 对流动性影响微弱。近年来我国外汇占款始终保持相对平稳, 对流动性影响不大, 我们预计2023年5月外汇占款环比几乎无变动, 对流动性影响微弱。(2)

虽然4月是传统缴税大月，但资金面维持宽松，因此央行于2023年4月公开市场净回笼。目前来看，5月货币市场利率维持平稳偏宽，且当月MLF到期量较小，仅为1000亿元，给资金面带来的扰动有限。(3)2023年5月财政存款净增加4700亿元左右。2023年一季度公共财政支出和收入的差值为5574亿元，财政发力保持积极，我们预计为保持收支平衡，2023年5月份财政存款收回流动性约4700亿元，略高于往年。(4)2023年5月M0环比减少1600亿元左右。我们预计2023年5月M0环比约减少1600亿元，对银行间流动性有正面影响。(5)2023年5月法定存款准备金约增加4000亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023年5月存在约7100亿元的流动性缺口，可视资金利率波动情况后通过公开市场投放进行补充。美国5月如期加息25bp，后续美债收益率怎么看：美东时间5月3日，美联储FOMC会后宣布加息25bp，联邦基金利率上调至5%-5.25%，符合我们此前的预期。我们认为此次利率决议中主要有如下关注点：(1)加息终点的倾向愈加明显。(2)通胀仍然持续有韧性，降息时点不会很快到来。(3)信贷紧缩是美联储目前和未来的一个特别关注点。尽管本次FOMC会议在声明中传递出中止加息的信号，但考虑到如下几点原因，我们认为美债10Y将维持在3.2-3.6%区间内窄幅震荡：(1)逆全球化下通胀中枢上行，美国通胀目前仍远高于目标水平。联储暂停加息脚步主要在于兼顾维稳流动性，避免继续加息导致银行业危机失控蔓延，而非因为通胀控制已达预期。(2)房地产通胀的影响持久而坚韧。我们认为租金价格仍旧保持较强粘性，预计在2023年下半年才会见顶回落。(3)去美元化的趋势下美债供需格局可能失衡。随着新兴经济体对双边或多边非美元结算等去美元结算

固收点评 20230506：二级资本债周度数据跟踪（20230424-20230505）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20230424-20230505）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债3只，发行规模为31.00亿元，较上周增加31.00亿元，发行年限为10Y，发行人性质为地方国有企业，发行人为农商行和城商行，主体评级为AA和AA+，发行人地域为浙江省。截至2023年5月5日，二级资本债存量余额达36,496亿元，较上周末（20230421）减少395亿元。

固收点评 20230506：绿色债券周度数据跟踪（20230424-20230505）

一级市场发行情况： 本周（20230424-20230505）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券40只，合计发行规模约43亿元，较上周减少4.95亿元。发行年限以5年及以下中短期为主；发行人性质以中央国有企业、地方国有企业和民营企业为主；主体评级以AAA为主。发行人地域为北京市、福建省、广东省、河北省、湖北省、江西省、上海市和浙江省。发行债券种类为公司债、中期票据、超短期融资券、定向工具、券商专项资产管理、资产支持票据和商业银行普通债。

行业

工程机械行业深度报告：“一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会

核心受益标的： (1)徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企。2022年徐工出口收入占比30%，同比增长50%，其中“一带一路”地区占比超80%。徐工实控人为徐州市国资委，2020年9月公司进行混改以来，业绩表现及盈利能力改善均高于行业，国企改革逻辑持续兑现。

根据我们预测净利润，2023 年公司 PE 仅为 11 倍，处于行业低估水平，“一带一路”是最具全球竞争力的中国特色估值体系实践，关注“一带一路+中特估”催化下估值修复机会。（2）三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一。2022 年公司出口收入占比 45%，出口稳居国内第一，扣除子公司普迈“一带一路”地区占比约 70%。2022 年公司主力机械挖掘机出口同比增速达 69%，一带一路地区份额稳居头部。2022 年公司海外综合毛利率 26%，相较国内高出 3 个点，海外利润率随着规模扩大仍在持续提升。根据我们预测净利润，2023 年公司 PE 为 20 倍，国内市场低估期应享有更高估值，出口板块为成长板块，2023 年起公司业绩有望开启筑底反弹，有望迎来利润及估值双升。（3）中联重科：出口高速增长的行业大黑马。2023 年一季度中联出口收入占比约 35%，同比翻倍以上增长，直接出口中“一带一路”地区占比约 90%，核心区域中东/中亚及俄语区同比增速翻两倍以上，重点出口机种为工程起重机、挖掘机、高机、农业机械、矿业机械等，同比增速翻一至两倍。根据我们预测净利润，2023 年公司 PE 为 16 倍，公司为工程机械出口大黑马，一带一路地区及核心产品高速拓展，海外竞争力突出。（4）恒立液压：受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节。公司为工程机械核心零部件厂商，2022 年挖掘机油缸国内份额超 60%、泵阀份额约 30%，前五大客户集中度 50%，客户以三一重工、徐工机械、中联重科等工程机械主机厂为主。根据我们预测净利润，2023 年公司 PE 为 29 倍，深度受益主机厂出海。风险提示：行业周期波动、基建地产不及预期、地缘政治风险。

锂电回收行业跟踪周报：锂价小幅回升&折扣系数上行，技术&回收渠道建设继续推进

投资建议：锂电循环十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展。重点推荐：天奇股份、宁德时代、比亚迪、华友钴业、中伟股份、振华新材、格林美；建议关注：光华科技、南都电源、旺能环境、赣锋锂业、厦门钨业。

纺织服装板块 2022 年报&23 年一季报总结：品牌服饰 23Q1 业绩靓丽、趋势向好，看好估值业绩双重修复持续兑现

投资建议：n 品牌服饰：23Q1 品牌服饰业绩增速靓丽，预计 Q2 业绩在低基数下进一步反弹、有望对板块情绪形成提振，我们维持 22 年 11 月以来的观点，继续看好品牌服饰 2023 年业绩和估值的修复机会，具体来说：①重点推荐终端流水复苏较早、23 年业绩有望超越 21 年、估值较低的男装品牌，如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟。②推荐流水持续环比改善，复苏弹性大的“困境反转”型品牌，如休闲服龙头森马服饰及太平鸟、家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、朗姿股份、锦泓集团等。③运动品牌龙头此前指引相对谨慎，随国内消费环境回暖向好、经济复苏确定性加强，运动服饰业绩超预期可能加大，前期股价调整后估值吸引力增强，继续看好，包括李宁、安踏体育、特步国际、361 度。n 纺织制造：国内需求复苏延续，关注下半年外需向上拐点。①出口型企业下半年有望迎订单向上拐点，持续跟踪布局运动赛道上游、竞争优势突出的制造龙头申洲国际、华利集团订单拐点的出现。②内销型企业随 Q2 国内品牌复苏订单有望改善，下半年海外品牌去库完成后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份（国产替代）、台华新材（技术突破）等

光伏设备 2022 年报&2023 一季报总结：业绩持续高增，看好高景气赛道中强 alpha 的龙头设备公司

硅片环节重点推荐硅片设备龙头【晶盛机电】，切片代工逻辑逐渐兑现的【高测股份】；电池片设备重点推荐 HJT 整线设备龙头【迈为股份】；组件设备重点推荐串焊机龙头【奥特维】；热场环节重点推荐碳基复合材料热场龙头【金博股份】。

出版行业+公司首次覆盖：业绩稳健增长，AI 打开新空间

出版行业业绩稳健增长，估值有望提升。业绩层面，作为第一增长曲线的图书出版与发行有望在 2023 年迎来行业整体复苏，同时 AI 技术发展有助于打开数字教育业务和版权业务的第二增长曲线。估值层面，出版行业目前 PE-TTM 低于传媒行业整体水平，也远低于 AIGC 概念指数估值水平，未来随着技术落地和业绩增长，估值有进一步提升空间。此外，出版行业整体资产流动性高且偿债压力小，现金分红比率稳定提升，股东回报得到兑现。方向上，建议关注估值安全边际较高、具有版权和渠道优势且 AI 技术领先的公司。个股层面，我们推荐凤凰传媒、南方传媒、皖新传媒、山东出版、新华文轩、中文传媒、中信出版，建议关注世纪天鸿、中国出版、中国科传、长江传媒等。

国防军工行业跟踪周报：百年变局武备强军，多要素推动行业反弹反转 考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议重点布局核心赛道尤其是下游主机厂标的，四个条线值得关注：

- (1) 军工集团下属标的的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、中航装备、中航沈飞、中航高科；
- (2) 新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。
- (3) 超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。
- (4) 中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。

有色金属行业跟踪周报：加息终点将近，继续看多黄金

行业观点：加息终点将近，继续看多黄金。1) 贵金属：继连续 10 次加息后，联储表述偏鸽，并暗示可能会暂停进一步加息。黄金作为实际利率的反向锚，价格上行趋势逐步明显。2) 基本金属：本周铝去库速度放缓，周降幅为 2%；需求端山东、青海等地加工企业复产。步入 5 月西南地区降水回升，电解铝供给进一步释放。供需有望同增，价格或震荡运行；但成本端进一步弱势运行，电解铝企盈利有望维持。铜供给持续释放，需求偏弱运行，但海内外低库存下，铜价格有望高位震荡。3) 小金属方面，4 月中下旬钢招逐步进场，钼价触底后快速回涨；节后需求尚待验证，继续看好产能周期驱动钼价高位运行。镁价持稳运行，后续兰炭整改落地后有望加速上行；锑价仍然维持高价平稳，看好光伏需求充分释放后锑价中枢上移。继续推荐浩通科技、山东黄金、中金黄金、云铝股份、金钼股份和云海金属；建议关注铜铝优质标的紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业和中国铝业。

二季度战略性重配医药四方向，中药、消费医疗及处方药等

消费医疗二季度有望实现同比高增、环比加速，当前推荐继续布局。(1) 一季度恢复良好，体现较强的业绩韧性。2 月 3 月复苏数据环比加速，尤其高端医疗、眼科、医美等恢复趋势显著。重点公司 3 月份收入端实现 30%+增速，4 月延续良好恢复趋势；(2) 基数原因+持续复苏验证，二季度有望实现环比加速。且三季度迎来消费医疗旺季，四季度在低基数下

仍有望实现高增长。全年业绩增长确定性较强。(3) 经过 2 个月调整, 当前医院板块 PE (TTM) 估值已经从 1 月中旬的 90 倍左右下降至当前的 81 倍左右, 但 Q1 业绩尤其眼科板块业绩快速修复体现增长潜力和消化估值能力, 年内仍将在复苏主线表现相对优异。长期看老龄化与消费升级趋势下, 医疗服务产业趋势持续增长确定性强。 u 具体配置思路

中药领域: 康缘药业、方盛制药、佐力药业、济川药业等; •创新药领

域: 和黄医药、恒瑞医药, 建议关注康宁杰瑞制药、亚虹医药等; •耗

材领域: 惠泰医疗、威高骨科、新产业、科美诊断等; •低值耗材及消

费医疗领域: 鱼跃医疗, 建议关注维力医疗、三鑫医疗等; •科研服务

及 CXO 领域: 诺禾致源、金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、泰格医药、

诺思格等; •眼科服务: 爱尔眼科、普瑞眼科, 建议关注华夏眼科等; •

其它医疗服务领域: 三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等; •医美领域:

爱美容、华东医药等; •生长激素领域: 长春高新, 建议关注安科生物

等; •疫苗领域: 智飞生物、康泰生物, 建议关注万泰生物等; •其它

消费: 三诺生物, 我武生物等; •血制品领域: 博雅生物等; 【重点

推荐组合】济民医疗、普瑞眼科、华夏眼科、爱尔眼科、方盛制药、太极集团, 片仔癀、恒瑞医药, 恩华药业, 吉贝尔。 风险提示: 医院扩张或整合不及预期的风险; 产品放量不及预期风险; 市场竞争加剧等。

钢铁行业跟踪周报: 五一假期需求下降, 春节来总库存首次累增

行业观点: 五一假期需求下降, 春节来总库存首次累增。受五一节影响, 本周需求下降, 上海终端线螺走货量 1.0 万吨, 环比减 46.6%。供给延续下降趋势且幅度略有扩张, 4 月下旬大型钢厂粗钢日产量环比降 3.6%。由于假期市场需求表现不佳, 同时多数区域厂发限制, 叠加部分区域加快厂库前移, 但市场消耗能力有限, 本周总库存自春节后首次累增, 环比增 0.9%。本周市场整体报价低位震荡, 国内钢材指数环比降 2.29%。产量平控、成本让利 (煤价下跌), 叠加当前估值低位, 我们对周期股的观点逐步转向乐观。周期标的首推柳钢股份、华菱钢铁、宝钢股份、河钢资源、鄂尔多斯; 新材料股继续推荐广大特材、望变电气等。

计算机行业点评报告: 国资云: 有望成为关基行业垂直模型的主要载体

国资云将同时承担政府和重要行业的算力、数据和算法应用需求。国资云不仅是数字经济建设的基础设施, 基于国资云平台存储、运营的海量政务和垂直行业数据, 国资云厂商有望开发政务、金融等垂直行业小模型, 开启 AI 应用新场景, 协助提升政府治理水平、行业监管效率、企业运营能力, 未来不仅可以输出数据产品, 更可以输出 AI 能力, 提供 AI 产品和解决方案。 我们判断国资云后续有望成为关基行业垂直模型的主要载体, 重点推荐深桑达 A、易华录、云赛智联。

建筑装饰行业跟踪周报：建筑 PMI 景气维持高位，继续推荐低估值建筑央企和国际工程板块

新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好建筑央企估值持续修复机会：2022 年四季度以来建筑业 PMI 增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。Q1 基建投资维持同比较快增长，反映狭义财政支出和专项债的前置发力效果，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企继续提升经营效率，结合 22 年报情况来看，经营效果已开始体现，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑，建议关注中国中铁、中国铁建、中国电建等。

商贸零售行业跟踪周报：关注“一带一路”背景下出口服务商城三杰：小商品城，轻纺城，海宁皮城

推荐标的：小商品城等；建议关注：轻纺城、海宁皮城等。

建筑材料行业跟踪周报：龙头消费建材发货平稳增长

4 月份主要消费建材龙头企业的发货较为平稳，当下时点我们认为本轮地产缩量的影响已经接近尾声。一方面地产加杠杆的能力和意愿回升，拿地和新开工增速见底。另一方面地产链竞争格局得到优化，Q2~3 工程端可见利润拐点。另外从过往几轮周期来看，地产销售转正都是地产链 beta 的开始。

非银行业跟踪周报：保险板块负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵

负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵，添酒回灯重开宴。保险作为宏观经济复苏直接受标的，一季报无论是量还是质在金融各子板块中可圈可点，当前板块 P/EV 仍处于历史低位（平均 0.6 倍，分位数 10%以下），推荐顺序：中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿和新华保险。

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：成本端油价下跌，大炼化终端需求偏弱运行

大炼化周报

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美联储加息预期施压原油，国际油价大跌

原油周报

通用自动化 2022 年报&2023 年一季报总结：行业复苏在即，看好自主可控进阶的机床板块

行业复苏在即，看好自主可控进阶的机床板块

汽车行业跟踪周报：4 月第四周乘用车批发销量同比+99%，优选客车！

2023 切换之年，感性与理性需平衡。莫困于价格战，寻找新中期成长逻辑（大出口+AI 智能化）。综合基本面和估值，子板块排序目前依然是：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：大周期的起点。符合【中特估】大方向，且是大汽车板块率先走出【国内国外共振】逻辑，未来三年有望迎来【量价利估值】齐升。龙头【宇通客车】率先受益，龙二【金龙汽车】有望跟随。2) 重卡板块：传统重卡国内迎小周期复苏阶段，【出口爆发+新能源转型】是投资核心主线。出口持续爆发，核心

关注【中国重汽 A+H】。新能源转型，核心关注【中集车辆+汉马科技】。逆周期布局，份额提升强 α 属性【潍柴动力 A+H】。3) 两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。核心受益：雅迪/爱玛。4) 乘用车/零部件板块：国内价格战的影响仍需消化。电动化进入内卷时代，AI 智能化导入期，出口持续超预期。【国内国外共振】仍需时间，或 2023 年下半年出现好的布局点（整车优选智能化领先者/零部件优选特斯拉出海标的及 AI 智能化受益者）。自下而上纯 α 品种【中国汽研】（中特估大方向+汽车检测平台）。

医药生物行业跟踪周报：二季度医药战略性配置四大方向，创新中药、品牌中药位居首位

23Q1 中药板块业绩超预期，国企改革主线迎来业绩+估值双击：23Q1 中药板块整体业绩持超预期。其一，22Q4 部分感冒、抗感染类药物需求暴增，部分订单于 23Q1 交付，24 家涉及相关药品企业 22Q4 合同负债环比涨幅均超过 250%，并于 23Q1 快速下降，但仍高于 22Q3 水平，我们认为 23Q2 仍有少量订单待交付；其二，近年来国企改革提质增效效果显著，并于 22Q4\23Q1 体现到业绩上，中药国企迎来业绩+估值双击。

电力设备行业深度报告：光伏主链和逆变器业绩持续靓丽、风电整机承压零部件好转

投资建议：随硅料新产能投放，硅价稳步下行，2023 年光伏各环节排产逐月提升，国内装机及海外出口数据表现亮眼，组件、储能逆变器等环节受益硅价下行和规模效应毛利率明显改善，超额收益向石英坩埚、硅片、大型光储逆变器等新的紧缺环节转移，下半年旺季到来，叠加新技术渗透率提升，储能、组件及辅材等板块盈利上涨动力较强。国内大基地项目逐渐启动，分布式安装加速，海外欧洲光储装机动力依然强劲，美国高盈利市场，组件通关边际向好，我们预计 2023 年全球需求保持 45% 以上增长，继续看好光伏板块成长。继续看好逆变器、组件、新技术方向，以及部分辅材龙头。重点推荐：逆变器（阳光电源、德业股份、固德威、禾迈股份、锦浪科技、科士达、昱能科技，关注盛弘股份），组件（隆基绿能、晶澳科技、天合光能、晶科能源，关注阿特斯、东方日升、横店东磁、亿晶光电），新技术龙头（晶科能源、钧达股份、爱旭股份），和格局稳定的各环节龙头（福斯特、通威股份、福莱特、美畅股份、TCL 中环、海优新材、大全能源，关注聚和材料、通灵股份、宇邦新材、快可电子等）。陆风平价新周期，前期大量招标将带动 23 年装机高增；海上风电成长赛道，23 年装机翻倍增长，新一轮竞配和招标开启行业高景气。重点推荐：海缆（东方电缆），塔筒&管桩（泰胜风能、天顺风能、海力风电、大金重工）、铸锻件（日月股份、金雷股份），整机（三一重能、明阳智能、金风科技）。风险提示：行业竞争加剧、电网消纳问题限制、新技术拓展不及预期。

双碳环保日报：川渝联合印发征集工业领域低碳技术&装备&产品的通知，聚焦节能节水等领域

重点推荐：美埃科技，凯美特气，国林科技，金科环境，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，卓越新能。

国防军工行业+公司首次覆盖：军用雷达产业链深度报告：数字化集成化双维迭代，“战争之眼”发展迅速

考虑到雷达行业高景气度，重点推荐以下标的：1) 振芯科技：数字阵雷达核心标的；2) 盛路通信：雷达信号变频芯片主要供应商；3) 铖昌科技：天基雷达 TR 芯片龙头。

推荐个股及其他点评

诺唯赞 (688105): 2022 年报&2023 年一季报点评: 新冠资产出清, 有望迎来困境反转

由于公司经营环境发生较大改变, 经营策略有所调整, 我们将公司 2023-2024 年营收预期由 25.16/26.72 亿元调整为 14.5/19.8 亿元, 归母净利润由 9.4/8.0 亿元调整为 2.5/5.0 亿元, 预计 2025 年营收 27.4 亿元, 归母净利润 7.4 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 56/28/19x, 维持“买入”评级。

华致酒行 (300755): 2023 年一季报点评: 利润率承压, 静待精品酒恢复

事件: 公司发布 2023 年一季报。公司 2023Q1 实现收入 37.4 亿元, 同比 +5.3%; 归母净利润 1.01 亿元, 同比 -59.3%; 扣非净利润 1.00 亿元, 同比 -59.2%。公司收入符合预期, 但利润率仍然承压。

华大九天 (301269): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 产品矩阵不断补充, EDA 龙头地位稳固

盈利预测与投资评级: EDA 是半导体产业“卡脖子”重要环节, 华大九天是国产 EDA 龙头企业, 随着 EDA 国产化不断加快, 公司有望迎来快速发展。基于此, 我们上调 2023-2024 年归母净利润为 2.52(+0.04)/3.35(+0.10)亿元, 给予 2025 年归母净利润预测为 4.36 亿元, 维持“买入”评级。

景嘉微 (300474): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 下游景气度恢复, 国产 GPU 龙头高增可期

盈利预测与投资评级: 景嘉微作为国产 GPU 龙头, 市场地位稳固。我们预计今年会有 GPU 新产品推出, 随着信创景气度恢复和 AI 需求提升, 公司营收有望快速增长。但由于 2022 年信创招标节奏变化, 我们下调 2023-2024 年归母净利润为 4.08(-1.36)/5.58(-1.80)亿元, 给予 2025 年归母净利润预测为 7.49 亿元, 维持“买入”评级。

奥特维 (688516): 子公司松瓷机电推出低氧型单晶炉, 助力 N 型硅片优化&电池效率提升

随着组件设备持续景气+新领域拓展顺利, 我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润预测 11.3/15.8/21.6 亿元, 对应 PE 为 23/16/12 倍, 维持“买入”评级。

中国重汽 (000951): 重卡龙头, 行业上行周期核心受益【勘误版】

看好重卡行业周期上行背景下龙头表现。我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 393/562/630 亿元, 归属母公司净利润为 10/14/20 亿元, 分别同比 +370%/+43%/+41%。对应 EPS 为 0.85/1.22/1.72 元, 对应 PE 为 19/13/9 倍。选取 A/H 三家重卡整车同业公司作为中国重汽的可比公司, 可比公司估值均值为 17/10/8 倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置, 我们认为中国重汽应该享受更高估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

中国建筑 (601668): 全球投建一体巨擘, 提质增效+科创转型筑基未来

基建景气维持高位、地产景气筑底复苏, 公司作为全球规模最大的工程

承包商，新一轮国企改革驱动经营质量进一步提升，“一带一路”倡议带来海外发展新机遇；公司估值低于可比公司平均，有望持续修复。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 572.1/614.3/663.4 亿元，5 月 5 日收盘价对应市盈率分别为 5.1/4.7/4.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：房地产行业景气恢复不及预期；基建投资增速不及预期；“一带一路”提振海外业务不及预期；国企改革推进不及预期。

云铝股份 (000807): 高弹性水电铝龙头

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 500 亿元、550 亿元、600 亿元，同比增速分别为 3.24%、10.07%、9%；实现归属母公司股东净利润分别为 50 亿元、58 亿元、78 亿元，同比增速分别为 10.88%、15.41%、33.49%。对应 2023-2025 年的 PE 分别为 11/9/7 倍，低于可比公司估值，考虑公司业绩弹性较大、未来碳税加码有望享受成本优势，且公司估值较低，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

片仔癀 (600436): 事件点评：片仔癀时隔三年大幅提价 29%，彰显稀缺性和名贵价值，带来业绩弹性

事件：鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因，公司决定自 2023 年 5 月 6 日起，公司主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格将从 590 元/粒上调到 760 元/粒，供应价格相应上调约 170 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。片仔癀时隔三年大幅提价 29%，彰显稀缺性和名贵价值，带来业绩弹性。本次调价幅度历史最大，片仔癀锭剂国内市场零售价格提价幅度 29%，提价主要来自于成本端天然麝香/天然牛黄等贵细药材。片仔癀锭剂占收入的主导地位，其余产品在其带动下有望有所提价。参照过往的价格调整，公司经营情况一般呈现稳步增长的状况。2022 年，片仔癀销售收入 36 亿元，在量保持不变的情况下，假设片仔癀系列产品同幅度提价，则仅价格提升，有望为 2023 年医药制造业收入带来 18% 的增长弹性（2023 年 5 月份开始调价，影响全年 2/3 的时间）。2022 年片仔癀贡献 92% 的净利润，考虑到成本的上升，假设毛利率不变的情况下，2023 年提价有望为公司带来 18% 的净利润弹性。作为名贵中药的龙头，价格的提升一方面彰显产品力和品牌力，另一方面也有望带来业绩弹性，有效对冲成本上升带来的利润压力。传统品牌中药消费者认可度较高，具备量价齐升的空间。盈利预测与投资评级：考虑到片仔癀提价对业绩的拉动，我们将 2023-2025 年公司归母净利润的预测由 29.74/35.39/40.21 亿元上调至 34.01/42.40/52.13 亿元，当前市值对应的 PE 估值为 49/39/32 倍。维持“买入”等级。风险提示：产品价格上调后销量下滑的风险，原材料成本上涨高于预期，政策风险，产品放量不及预期，产品研发不及预期等。

中信出版 (300788): 2022 年报及 2023 年一季报点评：业绩有望修复，关注 AI 应用领域布局

考虑到 23 年业绩有望随宏观环境回暖有所修复，公司主动优化调整提升实体店运营效率；且公司具有优质 IP 资源，有望作为大模型优质语料库，AI 将赋能出版效率，并推动收入提升，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.2/2.6/3.0 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 36/31/26 倍，给予“买入”评级。

和而泰 (002402): 传统业务焕新机，新业务打开成长天花板

“3+3”产业布局，盈利拐点初显：公司为国内智控器龙头之一，以家电与工具智控器为基本盘，逐步拓展至汽车电子、智能家居、射频芯片与

储能等领域形成“3+3”产业布局。公司 18-21 年业绩保持高增速，营收/归母净利润 CAGR 达 22.4%/25.7%，22 年受到上游原材料及下游需求疲软等影响，公司业绩承压，随着原材料压力缓解、产品结构变化与产能利用率提升，22Q4 毛利率达近十季度最高 24.1%，拐点已现，有望进一步修复改善。智能家居打开增量空间，电动工具客户持续拓展：家电领域，由于传统家庭用品智能化升级加速，22 年公司智能家居营收为 7.3 亿元，同比+27.4%，占比增至 12.3%，有望带动公司营收规模与毛利水平向上；电动工具领域，伴随“锂电化、无绳化、无刷化”持续渗透与主要客户去库存进入尾声，叠加公司进入 TTI、博世、HILTI、泉峰与大叶等多个头部客户供应体系，公司基本盘业务有望持续稳步增长。汽车电子进展顺利，储能赛道前瞻布局：汽车电子已成为公司第二曲线，公司与海外著名 Tier1 厂商博格华纳与尼得科等深度合作，国内与比亚迪、蔚来、小鹏、理想等多个整车厂建立项目合作关系以切入车身域等增量市场。22 年实现营收 3 亿元，yoy+84.2%；储能方面，公司 22Q3 开拓 5-6 家新客户后获取 10+新项目，23 年公告 50 万套以上新订单。22 年储能业务收入为 0.6 亿元，实现从零到一的突破，伴随公司研发力度持续加大、客户与产品不断丰富，叠加大储赛道高速增长，该业务近三年有望保持翻倍增速。卫星互联网未来可期，子公司 T/R 芯片领域独树一帜：预计国内民用相控阵 T/R 芯片市场规模 2029 年达 486 亿元，21-29 CAGR 高达 78%。其中 29 年低轨卫星用相控阵 T/R 芯片占比升至 87%，5G 通信用相控阵 T/R 芯片占比为 13%。控股子公司铖昌科技是国内少数提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一，营收从 19 年 1.3 亿元增至 22 年 2.8 亿元，CAGR 为 27.9%，有望凭借技术积累与质量优势实现业务高速增长。盈利预测与投资评级：我们看好公司汽车电子与储能业务保持快速增长与子公司铖昌科技在 T/R 芯片自主可控业务能力，预测公司 23-25 年归母净利润分别为 7.1/9.5/12.9 亿元，公司当前市值对应 PE 分别为 20/15/11 倍，我们给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标市值约 213 亿元。

京东方 A (000725)：2023Q1 点评：业绩逐季好转，静待需求回暖

业绩逐季改善，静待需求回暖：公司 2023 年 Q1 实现营业收入 379.7 亿元，yoy-24.8%，归母净利润 2.5 亿元，yoy-94.4%，扣非归母净利润为-16.7 亿元，yoy-147.5%，QoQ+55.8%，同比营收、业绩下滑主要系一季度终端消费需求恢复不及预期，同时受到面板价格较去年同期大幅回落的影响，但环比业绩改善显著，主要系 1) 一季度产业链库存与价格状态持续改善，结合下游拉货需求，主流 LCD TV 面板价格全线上涨；2) 一季度毛利率为 6.8%，环比+0.94pct，保持自 22Q4 以来的持续修复态势；3) 一季度销售费用、管理费用及财务费用共计 28.1 亿元，环比减少 34.9%，同比减少 14.7%，其中销售费率/财务费率分别环比-1pct/1.33pct，期间费用改善显著。进入 4 月以来，LCD TV 面板价格继续上涨，IT 类面板价格跌幅收窄，部分产品已止跌，预计随着下半年市场旺季来临，需求侧将驱动整体面板价格持续向好，公司业绩有望逐季修复。LCD 面板业务龙头优势持续发力，OLED 新需求推动产量：公司在 TV、MNT、NB、Tablet、手机五大 LCD 主流应用显示屏出货量与市占率持续稳居全球第一。伴随上下游进一步整合、韩厂退出、产能与行业持续出清，公司市场份额有望进一步扩大，将率先受益于面板价格回升。公司布局 OLED 业务，已连续 3 年顺利完成海外大客户供货，且供货份额持续提升，公

司国内鄂尔多斯、成都、绵阳、重庆等地 OLED 工厂已陆续投产，福州和北京产线在建，得益于公司出色的技术和有竞争力的价格，23 年公司在大客户的 OLED 供应量有望持续提升。全面布局“1+4+N+生态链”，把握智能物联时代大机遇：公司作为半导体显示业龙头，业绩伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化有望稳步修复；公司物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展，控股华灿光电助力 MLED 业务快速提升，四大高潜航道有望未来成为营收主力；积极开拓细分应用场景，落实物联网转型发展；积极推动供应链本地化，扶持上下游共同发展。23 年下半年伴随下游市场复苏、供需趋于平衡与面板价格回升，公司业务能力和盈利水平有望稳步回升。我们看好公司受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 89.8/146.9/189.7 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/10/8 倍。

统联精密 (688210): 2023Q1 点评: 短期承压, 新产品有望逐步量产, 助力业绩改善

23Q1 业绩承压, 新产品逐步导入量产: 公司 23 年 Q1 实现营收 0.7 亿元, yoy-29.2%; 归母净利润-0.03 亿元, yoy-129.8%, 扣非归母净利润-0.1 亿元, yoy-183.7%。一季度为消费电子传统淡季, 需求低迷, 导致营收同比下滑。一季度公司毛利率 30%, 同比-5.7pct, 毛利率同比下滑主要系客户需求波动, 公司产能未充分有效利用, 固定费用无法摊薄所致。一季度公司因实施股权激励摊销的股份支付费用较上年同期增加 762.8 万元, 导致利润承压。同时公司加大新产品研发投入, 剔除股份支付费用的影响, 研发费用同比增长 358.4 万元。新产品项目如折叠屏手机转轴铰链等在第二季度、第三季度陆续导入量产, 有望助力公司实现营收与利润的转化。MIM 基本盘稳固, 多领域拓展空间广阔: 公司作为国内 MIM 企业第一梯队, 通过工艺创新夯实竞争优势, 从喂料、模具、自动化等全流程各环节进行自主研发, 持续与苹果、亚马逊、大疆等技术驱动型客户建立长期稳定的合作关系, 并且在核心客户的部分产品线已成为主力研发供应商。除消费电子外, 公司持续拓展产品应用领域, 已量产产品包含应用在新能源汽车上的换挡旋钮产品, 应用在电子烟上的外壳和配件产品等。产能方面, 公司在湖南长沙的募投项目有望尽快正式投产, 有利于公司开拓新产品, 导入新客户。随着材料应用的多元化及工艺技术的提升, MIM 工艺应用的下游领域日益增加, 如折叠屏手机、AR/VR 产品、汽车、医疗器械等, 市场空间稳步上升, 有望打开公司成长天花板。持续打开产业边界, 积极布局非 MIM 技术领域: 公司不断丰富和充实产品线, 进一步满足客户多样化的零部件需求, 形成了 MIM 和以 CNC、激光加工为代表的非 MIM 精密零部件业务的双驱动发展, 公司持续扩大 CNC、激光加工、精密注塑等其他制造工艺的规模化生产能力。此外, 公司积极布局 3D 打印、新型功能性材料等技术方向, 打开产业边界, 实现多元化、跨领域发展。考虑到公司在其他精密零部件同样具备先进的工艺技术优势及快速创新能力, 我们认为公司新业务将具备持续快速增长潜力, 成为新的业绩助力。盈利预测与投资评级: 考虑下游需求回暖叠加新品导入, 公司 MIM 全流程竞争优势显著, 我们维持盈利预测, 预测公司 23-25 年归母净利润分别为 1.4/2.2/3.1 亿元, 对应 PE 为 18/12/8 倍, 维持“买入”评级。

华兴源创 (688001): 2022 年报&2023 年一季报点评: 半导体检测设备快速放量, 费用率上提压制利润表现

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.27、5.60 和 7.43 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 33、25 和 19 倍。基于公司较强的成长性，维持“增持”评级。风险提示：行业景气下滑，新业务拓展不及预期等。

中材国际（600970）：一核双驱、三业并举，全球水泥 EPC 龙头加速多元成长

盈利预测与投资评级：公司在手合同保障充分，支撑中期稳健增长，新一轮国企改革有望驱动公司进一步提升经营质量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 29.40 亿元、34.33 亿元、40.75 亿元，5 月 5 日收盘价对应市盈率分别为 12.7 倍、10.9 倍、9.2 倍，市盈率低于国际工程板块整体水平，海外业务新机遇及业务结构优化调整、经营质量提升有望催化公司估值修复，首次覆盖给予“买入”评级。

“中性化”战略有效推进，持续拓展海外市场：2022 年&2023 年 Q1 业绩点评：

公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报，业绩符合我们预期。2022 年实现营收 1582.68 亿元，同比+13.09%；实现归母净利润 72.03 亿元，同比+11.35%；实现扣非归母净利润 64.63 亿元，同比+29.22%。2022 年 Q4 实现营收 449.54 亿元，同比+13.49%，环比+0.88%；实现归母净利润 23.26 亿元，同比+31.59%，环比-1.46%；实现归母净利润 21.99 亿元，同比+57.11%，环比-2.40%。2023 年 Q1 实现营收 368.15 亿元，同比-1.49%，环比-18.11%；实现归母净利润 14.34 亿元，同比-16.01%，环比-38.34%；实现扣非归母净利润 11.78 亿元，同比-6.17%，环比-46.44%。

新项目落地对冲市场下滑，墨西哥出海战略加速推进：2023 年 Q1 业绩点评：

公司公布 2023 年一季报，业绩略低于我们预期。2023 年 Q1 实现营收 12.57 亿元，同比+39.19%，环比+1.44%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比+99.52%，环比-29.78%；实现扣非归母净利润 1.53 亿元，同比+143.71%，环比-25.71%。

仕净科技（301030）：切入高纯石英砂赛道，深化泛半导体产业上游布局

盈利预测与投资评级：光伏景气度上行，水泥固碳进展顺利，考虑电池片业务贡献，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 2.40/9.04/12.51 亿元，对应 26、7、5 倍 PE，维持“买入”评级。

美年健康（002044）：2022 年年报&2023 年一季报点评：2022 年业绩阶段性承压，2023 年 Q1 恢复快于预期

2022 年业绩受疫情影响承压，2023 年 Q1 有所回暖。2022 年四季度传统业务旺季期间，核心城市受客观因素影响，11-12 月体检收入较去年同期下跌 30%，对全年业绩造成较大的影响。分品牌来看，2022 年美年大健康收入 66.42 亿元（-5.43%），占比 77.8%（+1.1pct），慈铭、奥亚收入 17.55 亿元（-12.38%），收入占比 20.6%（-1.3pct），美兆收入 1.4 亿（+7.7%），占比 1.6%（+0.2pct）。2022 年公司体检人次 1839 万人（-1.1%），但客单价提升 2.6%至 520 元。2023 年 Q1，公司率先推出“阳康安心检”，通过布局全域营销新业态，实现客单价与销售增量升级。截至 2023 年 Q1，公司旗下正在经营的体检中心为 611 家，其中控股体检中心 291 家（+17 家）；参股体检中心 320 家。整体经营环境有望进入需求推动、量价齐升的良性发展通道。持续提升医疗质量，强化品牌建设，塑造创新产品力。公司通过抽查、巡检、第三方影像质控等方式加强质量管理，

2022 年公司影像报告平均达标率 92.1% (+5.9pct)。品牌塑造方面，公司搭建了包括抖音号、视频号等 19 个平台在内的完善的自媒体矩阵，同时不断扩大外部合作媒体数量，重塑美年品牌在消费者心智中专业、友善、科技的新定位。此外，公司持续利用健康体检大数据与 AI 人工智能结合，实现了 AI 辅助超声甲乳结节自动识别分类、AI 辅助胸部 CT 阅片、超声流程自动化、检验产品远程质控等技术的核心突破，有望进一步实现检前、检中、检后全流程的智能化。 盈利预测与投资评级：考虑到行业需求扩容以及公司门店盈利能力和效率的提升，我们将公司 2023-2024 年归母净利润由 4.87/6.07 亿元上调为 5.25/8.37 亿元，2025 年预计为 11.64 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 51/32/23X，维持“买入”评级。 风险提示：服务质量风险；并购整合不达预期风险；客流不及预期风险；政策变动风险。

柳钢股份 (601003): 2022 年&2023Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 看好盈利逐步改善

盈利预测与投资评级：基于公司 2022 年&2023Q1 报告，我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 1000/1100/1220 亿元，同比增速分别为 24%/10%/11%；基于 2023Q1，我们将 2023-2024 年归母净利润从 28/37 亿元下调至 21/27 亿元，即 2023-2025 年归母净利润为 21/27/31 亿元，同比分别为 191%/29%/13%；对应 PE 分别为 5/4/4x。考虑公司估值较低、吨钢市值较低且具备成长性，故维持公司“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230505: 暂停加息了为何失业率还创新底?

本轮失业率会持续维持低位吗? 美联储刚在 5 月议息会议上暗示暂停加息, 可是 4 月美国的失业率却继续创新低。但是别慌, 由图 2 来看历史上这不足为奇: 过去加息暂停时失业率也并未见底, 甚至 1995 年与 2018 年开始降息时失业率也还未到低点。那么本轮新低的失业率有何特点? 我们不妨从 4 月非农数据来一探究竟: 失业率受“再入者”影响难以上涨。计入失业率计算公式中的“失业者”和“再入者”相互抵消, 导致激增的失业人数难以体现在失业率上。但由图 3 可以看出, 当前重新进入者已接近历史低位出现反弹, 未来在持续上涨的动力下将推高失业率。 超额退休未见恢复, 黄金年龄劳动力支撑有限。疫后在健康问题及美国居民财富增加的影响因素下, 大龄劳动力重返职场意愿低, 导致 55 岁及以上类别的劳动参与率至今并未改善。同时, 25-54 岁的黄金年龄参与率已经恢复至疫情前水平, 后续支撑或已见顶(图 4)。 薪资增速动能放缓对缓解通胀效果仍待确认。不可否认的是薪资增速同比已经从高位开始回落, 但 4 月平均时薪环比增速继续上涨录得 0.5%。因此当前薪资动能并未“全面放缓”, 特别是就业密集型的服务部门: 服务业增速居首位的休闲和酒店业在 3 月薪资同比增速 6%, 平均时薪环比增速升至 0.8%(前值 0.1%)。“最大雇主”的薪资上涨压力, 为进一步雇佣和提高工资创造了动力, 对通胀造成威胁(图 5)。 职位空缺与非临时裁员需进一步降温。从图 6 可以看出, 职位空缺/非临时裁员的比例可以很好的解释工资通胀。当前此比例已经出现下滑, 但需要继续减半才能使得工资通胀进一步降温。按住职位空缺/非临时裁员比例的反扑是打消工资-通胀上升担忧的第一步。 实际工资的上涨增加“软着陆”可能性。从图 7-8 中可以看出, 一方面名义工资增速的放缓要明显慢于通胀, 导致实际工资增速上升, 这也增加了美国经济实现“软着陆”的可能性。另一方面, 当前的实际收入距 NBER 界定衰退下的实际收入水平仍有距离, 美国年内经济陷入衰退的可能性低, 降息条件难以被巩固。 由此来看, 无论是失业率还是工资, 超韧性就业远没有达到衰退-降息的条件。4 月非农数据再次体现劳动力市场的韧性, 尤其是服务业需求黏性顽固。劳动力市场的稳健攻破市场衰退预期, 也给予美联储更多空间让利率维持“更长、更久”来对抗通胀。也正如此前报告指出, 年内降息的基础无法被满足。 风险提示: 劳动供给恢复快于预期; 金融体系流动性风险超预期; 恐慌情绪蔓延超预期; 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 20230508: 光力转债: 半导体划片机国产替代龙头

事件 光力转债(123197.SZ)于 2023 年 5 月 8 日开始网上申购: 总发行规模为 4.00 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于超精密高刚度空气主轴研发及产业化项目。 当前债底估值为 73.54 元, YTM 为 3.35%。光力转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.40%、0.60%、1.20%、1.80%、2.40%、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 A+ 中债企业

债到期收益率 8.91% (2023-05-04) 计算,纯债价值为 73.54 元, 纯债对应的 YTM 为 3.35%, 债底保护一般。 当前转换平价为 102.7 元, 平价溢价率为-2.68%。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 11 月 13 日至 2029 年 05 月 07 日。初始转股价 21.46 元/股, 正股光力科技 5 月 4 日的收盘价为 22.05 元, 对应的转换平价为 102.75 元, 平价溢价率为-2.68%。 转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 5.04%。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 21.46 元计算, 转债发行 4.00 亿元对总股本稀释率为 5.04%, 对流通盘的稀释率为 7.06%, 对股本摊薄压力较小。 我们预计光力转债上市首日价格在 116.61~130.17 元之间, 我们预计中签率为 0.0013%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到光力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 20%左右, 对应的上市价格在 116.61~130.17 元之间。我们预计网上中签率为 0.0013%, 建议积极申购。 观点 2017 年以来公司营收稳步增长, 2017-2022 年复合增速为 26.13%。自 2017 年以来, 公司营业收入总体呈现稳步增长态势, 同比增长率“V 型”波动, 2017-2022 年复合增速为 26.13%。2022 年, 公司实现营业收入 6.14 亿元, 同比增加 15.89%。与此同时, 归母净利润总体上行, 2017-2022 年复合增速为 11.22%。2022 年实现归母净利润 0.65 亿元, 同比减少 44.56%。 公司主营业务稳定, 收入构成以安全生产监控类产品收入、专用配套设备业务收入和半导体封测装备类产品收入为主。2020-2022 年三大主营业务合计占营业收入的比例分别为 88.49%、93.79%和 96.82%。其中, 安全生产监控类产品收入占营业收入的比例分别为 64.86%、41.52%和 38.30%, 专用配套设备业务收入占营业收入的比例分别为 11.30%、7.93%和 6.27%, 半导体封测装备类产品收入占营业收入的比例分别为 12.34%、44.33%和 52.26%。 公司销售净利率和毛利率维稳, 销售费用率先降后升, 财务费用率和管理费用率下降。2017-2022 年, 公司销售净利率分别为 20.22%、16.39%、18.88%、19.38%、22.61%和 10.99%, 销售毛利率分别为 55.20%、53.27%、56.98%、62.64%、53.41%和 53.29%。 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 20230508: 中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230424-20230505)

观点 中资地产美元债价格异动情况: 20230424-20230505 期间, 价格涨幅前五的债券分别为: 远洋地产宝财发行的 SINOCE 5.95 02/04/27 (15.17%)、海伦堡发行的 HLBCNH 11 10/08/23 (13.45%)、佳源国际发行的 JIAYUA 13 3/4 02/18/23 (12.48%)、阳光城发行的 SUNSHI 5.3 01/11/22 (11.57%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 2.7 01/13/25 (10.08%)。价格跌幅前五的债券分别为: 合景泰富发行的 KWGPRO 6 01/14/24 (-52.40%)、合景泰富发行的 KWGPRO 7.4 03/05/24 (-49.18%)、合景泰富发行的 KWGPRO 7 7/8 08/30/24 (-43.92%)、合景泰富发行的 KWGPRO 5 7/8 11/10/24 (-43.53%)、合景泰富的 KWGPRO 5.95 08/10/25 (-41.45%)。 不同企业性质、资产规模、剩余期限、评级下加权平均收盘价格及收益率表现: 截至 2023 年 5 月 5 日, 分企业性质来看, 各类企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为: 民营企业 (35.12 元, 5692.23%), 较两周前同比上涨 0.96 元, 收益率上行显著; 国有企业 (88.85 元, 42.03%),

较两周前同比上涨 0.85 元，收益率略有上行；外资企业（42.96 元，638.55%），较两周前同比上涨 1.50 元，收益率大幅上行；公众企业（43.30 元，685.92%），较两周前同比下跌 4.25 元，收益率显著下行。截至 2023 年 5 月 5 日，分企业资产规模来看，不同资产规模企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：资产规模≤1000 亿元（49.17 元，807.43%），较两周前同比上涨 0.07 元，收益率大幅下行；1000-5000 亿元（43.56 元，1815.33%），较两周前同比上涨 1.09 元，收益率上行显著；5000-10000 亿元（53.98 元，183.17%），较两周前同比下跌 0.26 元，收益率略有上行；10000-15000 亿元（59.15 元，198.02%），较两周前同比下跌 0.38 元，收益率略有上行；>15000 亿元（6.79 元，1512.33%），较两周前同比下跌 0.73 元，收益率上行显著。截至 2023 年 5 月 5 日，分债券剩余期限来看，不同剩余期限的中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：剩余期限≤0（15.80 元，8789.95%），较两周前同比下跌 0.13 元，收益率显著上行；0-1Y（49.58 元，979.89%），较两周前同比下跌 3.15 元，收益率大幅上行；1-3Y（78.52 元，86.84%），较两周前同比上涨 2.81 元，收益率略有下行；3-7Y（61.74 元，28.25%），较两周前同比上涨 4.54 元，收益率略有下行；>7Y（101.68 元，6.14%），较两周前同比上涨 0.79 元，收益率略有下行。截至 2023 年 5 月 5 日，分发行人主体评级来看，不同评级企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：AAA（50.00 元，93.21%），较两周前同比下跌 14.48 元，收益率略有上行；AA+（14.63 元，994.39%），较两周前同比下跌 1.78 元，收益率上行显著；BBB（46.84 元，24.39%），较两周前同比下跌 0.05 元，收益率略有下行；BB+（13.01 元，1472.55%），较两周前同比下跌 1.22 元，收益率上行显著；BB（56.39 元，117.75%），较两周前同比下跌 0.33 元，收益率略有上行；BB-（11.39 元，1882.74%），较两周前同比下跌 0.31 元，收益率上行显著；B+（38.56 元，356.99%），较两周前同比下跌 1.09 元，收益率略有上行。风险提示：Bloomberg 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

固收周报 20230507：反脆弱：2023Q1 可转债基金业绩表现及转债持仓分析

2023Q1 可转债基金业绩表现及转债持仓分析。1) 风险收益：集体收涨、收益领先，波动明显。2023Q1，可转债基金产品集体收涨，收益相对领先；业绩表现最好与最低的产品收益差达到 10.65%；波动明显，最大回撤均值和中值均超过 5%。2) 规模变化：由净赎回转为净申购，规模明显提升。3) 配置情况：转债持仓规模上升、仓位略有下滑，增配 TMT。银行、公用事业、医药生物转债持仓总市值最高，持仓增加最多的为传媒、通信及纺织服饰。个券角度看，银行类转债遭减持较多，TMT 转债得到大幅增配，但金融类品种依然位居持仓转债市值前列。本周（5 月 4 日-5 月 5 日）权益市场整体下跌，多指数收跌；两市日均成交额较上周放量约 203.43 亿元至 11232.06 亿元，周度环比回升 1.84%，北上资金全周净流出 8.06 亿元。行业方面，本周（5 月 4 日-5 月 5 日）31 申万一级行业中 8 个行业收涨，其中 5 个行业涨幅超 2%；银行、传媒、非银金融、房地产、纺织服饰涨幅居前，分别上涨 3.75%、3.51%、3.29%、2.85%、2.66%；家用电器、通信、电子、电力设备、有色金属跌幅居前，跌幅分别达-3.91%、-3.65%、-2.74%、-2.15%、-1.83%。本周（5 月 4 日-5 月 5 日）中证转债指数下跌 0.52%，29 个申万一级行业中 6 个行业收涨，涨幅超过 2%的行业共 1 个。传媒、公用事业、非银金融、交通运输、银行涨幅居前，分别上涨 2.07%、

1.46%、0.78%、0.72%、0.50%；国防军工、建筑材料、机械设备、电子、农林牧渔跌幅居前，分别下跌-2.30%、-2.15%、-1.92%、-1.92%、-1.65%。本周转债市场日均成交额大幅缩量 54.20 亿元，环比变化 -7.75%；成交额前十位转债分别为万兴转债、北方转债、游族转债、城市转债、永鼎转债、苏银转债、中钢转债、佳力转债、特一转债、亚康转债；周度前十转债成交额均值达 60.39 亿元，成交额首位达 134.01 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约 15.81% 的个券上涨，约 11.66% 的个券涨幅在 0-1% 区间，4.15% 的个券涨幅超 2%。股债市场情绪对比：本周（5 月 4 日-5 月 5 日）转债市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负，正股市场周度加权平均涨跌幅为正、中位数为负，且相对于正股，转债周度跌幅更大。从成交额来看，本周转债市场日均成交额环比下降 7.75%，对应正股市场日均成交额环比下降 1.26%；正股、转债成交额均缩量，相对于转债，正股成交额跌幅更小。从股债涨跌数量占比来看，本周约 15.82% 的转债收涨，约 38.90% 的正股收涨，约 38.46% 的转债涨跌幅高于正股；相对于转债，正股个券能够实现的收益更高。综上所述，本周正股市场的交易情绪更优。核心观点：2023 年以来，全市场溢价率和中证转债与小盘成长指数的相关系数在所统计指数中排名第 1，指向转债市场变化风格偏小盘、成长风格。数字经济产业链持续火热，但需要关注热门板块后续资金拥挤度是否明显变化。我们仍建议从“双低弹性+题材布局+关注新券+年报业绩”角度入手，把握“题材低吸，主线布局”的市场机遇，一方面关注景气度下行板块，如地产基建、大消费、制造；另一方面围绕市场主线，挖掘存量“小票”和潜力新票。题材上建议关注：数字经济、中特估、消费属性稀缺性、半导体国产替代个券（材料+设备+芯片）。新债组合推荐：冠盛转债、天 23 转债、睿创转债、精锻转债、精测转 2。近期关注题材转债推荐：晶瑞转 2、立昂转债、赛轮转债、永 22 转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转 2、奥飞转债、花园转债、博杰转债 风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230507：转债行业追踪系列（一）：环保固废处理行业可转债 2022A&2023Q1 业绩点评及推荐更新

观点 2022A&2023Q1 正股业绩点评：1) 伟 22 转债：得益于固废运营业务持续扩张，2022 年业绩稳中向好，实现营收 44.46 亿元（+3.66%），归母净利润 16.53 亿元，（+3.01%）。盈利能力强劲但略有下降，销售毛利率为 47.22%（-1.08pct），销售净利率为 37.58%（2.27pct），期间费用率同增 37.54pct，主要系工薪支出、收购费用、利息费用、研发投入增加所致。公司财务风险较低，22 年实现经营性现金流 21.93 亿元（+89.55%），主要系销售回款增加、政府补助兑付所致；2022 年年末资产负债率为 47.86%，流动比率为 1.86，偿债能力强。结合 2023Q1 业绩，由于固废运营业务持续扩张（垃圾入库量同增 19.7%，上网电量同增 17%）及项目逐渐落地，Q1 业绩增长强劲，实现营收 13.31 亿元（+28.34%），归母净利润 5.03 亿元（+9.58%）。截至 2023/4/28，公司 P/E TTM 为 18.73 倍，位于 0.68% 分位，处于历史极低分位，性价比高。2) 旺能转债：由于新增垃圾焚烧发电项目和餐厨垃圾处置项目投运，叠加新收购的新能源锂电池循环再利用业务和再生橡胶业务运营良好，2022 年业绩增速较高，实现营收 33.5 亿元（+11.65%），归母净利润 7.22（+7.79%）。由于餐厨垃圾项目成本上升、期间费用增加，盈利能力略有下降，毛利率 36.38%（-1.47pct），净利率 21.71%（-0.41pct）。公司现金流充裕，但短期偿债压力稍大，

2022 年末资产负债率为 56.7%，流动比率为 1.01。2023Q1 维持高速增长，实现营收 8.65 亿元 (+31.06%)，主要系 BOT 项目建造、营运收入恢复，叠加新收购项目增厚收入所致；归母净利润 1.64 亿元 (-3%)，主要系营业成本和研发费用大幅上升所致。截至 2023/4/28，公司 P/E TTM 为 10.28 倍，位于 0.03%分位，处于历史极低位置，随着公司业绩复苏，估值有望进入更高区间。3) 绿动转债：由于公司在建项目规模减少，PPP 项目建造收入大幅下降，2022 年营收为 45.67 亿元，同比下降 9.69%；由于毛利更高的固废处理运营业务占比增加，故归母净利润反而上升至 7.45 亿元 (+6.73%)，盈利能力整体增强，毛利率 34.38% (+0.38pct)，净利率 17.18% (+17.08%)。公司现金流充裕，偿债能力良好，2022 年经营性现金流为 12.1 亿元 (+134.91%)，主要系国补回款、销售回款增加及 PPP 项目建设支出减少所致；2022 年末资产负债率为 65.55%，流动比率为 1.21，存在一定债务负担。2023Q1 业绩仍承压，实现营收 10.41 亿元 (-5.84%)，归母净利润 1.71 亿元 (-5.69%)。截至 2023/4/38，公司 P/E TTM 为 14.59 倍，位于 1.57%分位，估值较低，虽然公司 PPP 在建项目波动导致营收收缩，但固废处理板块稳健发展，估值仍有望复苏。4) 维尔转债：由于项目招投标有所延缓、新增订单落地情况低于预期、项目执行有所滞后等因素，公司 2022 年业绩大幅下滑，营收为 4.23 亿元 (-34.98%)，归母净利润 -4.5 亿元 (-334.8%)。材料、人工成本上升，叠加期间费用率大幅增加，盈利能力故而大幅下降，毛利率为 17.18% (-37.29pct)，净利率为 -22.32% (-485.45pct)。公司回款进度不及预期，经营性现金流为 1.63 亿元，同比下降 51.19%；短期偿债压力尚可，资产负债率为 59.96%，流动比率为 1.37。公司 2023Q1 由亏转盈，营收 4.23 亿元 (-2.48%)；归母净利润 0.11 亿元 (-65.21%)。截至 2023/4/28，公司 P/E TTM 为负，基本面低迷。5) 博世转债：2022 年实现营收 22.24 亿元 (-16.29%)，营收萎缩主要由于市政工程板块订单缩减、部分已完工项目工程产值核减，工程工业板块新增订单尚未完成验收。同时收入下降叠加公司大幅计提资产减值，2022 年盈利亏损，归母净利润 -4.49 亿元 (+12.83%)，毛利率 11.2% (-28.68pct)，净利率为 -20.1% (-1.14pct)。2022 年资产负债率为 78.76%，流动比率为 0.72，债务负担偏重，短期偿债能力较弱。2023Q1 业绩有所修复，实现营收 4.08 亿元 (+58.73%)，归母净利润 0.01 亿元 (+100.98%)。截至 2023/4/28，公司 P/E TTM 为负，公司目前处于转型期，业绩波动较大，鉴于一季度业绩好转，静待转型阵痛期度过后估值修复。2023Q1 至今转债行情复盘与分析：1) 伟 22 转债：截至 2023/4/28，转债价格 108 元，平价底价溢价率 -40.7%，转股溢价率 94.76%，纯债溢价率 15.49%，到期收益率 1.11%，债性显著，债底保护厚，因平价较低，转债价格走势与平价走势脱离，股性较弱。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来转股溢价率走势呈“V”型，处于 80%-100%的历史分位数极高区间内；而平价走势呈倒“V”型，且长期处于下修线深水区，但转债较为“年轻”，公司下修意愿不强，公告 2023/9/16 前若触发条款均不下修，因而短期内难以结合下修条款博弈。2) 旺能转债：截至 2023/4/28，转债价格 126 元，平价底价溢价率 8.94%，转股溢价率 15.11%，纯债溢价率 25.40%，到期收益率 -2.69%，属于平衡偏股型标的，转债价格和平价走势联动性较强，故其向上弹性好，债底保护尚可。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来因平价持续小幅下行而转债价格由于债底保护下行幅度较小，故转股溢价率有所走高，但相较其余固废处理行业标的其“进攻”属性仍显著。3) 绿动转债：截至 2023/4/28，转债价格 112 元，平价底价溢价率 -16.8%，转股溢价

率 38.95%，纯债溢价率 15.6%，到期收益率为 0.34%，属于平衡偏债标的，安全边际尚可，转债价格与平价走势相关性不明显，股性一般。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来平价上行，转股溢价率随之震荡下行，从 40%-50% 区间降至 30%-40% 区间；此外，平价长期处于下修线以下，但公司下修意愿不强，公告 2023/8/17 前若触发下修条款均不下修，叠加转债尚处于“青年期”，且平价有向上突破下修线趋势，故短期内条款博弈价值有限。4) 维尔转债：截至 2023/4/28，转债价格 107 元，平价底价溢价率-45.99%，转股溢价率 91.08%，纯债溢价率 3.2%，到期收益率 4.85%，转债价格与平价走势背离，债性显著，安全边际高，但目前评级仅 AA-级，需关注信用风险。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来平价一路下行，转股溢价率因而上行，目前处于历史极高分位；此外，平价长期位于下修线深水区，前次递延的不下修期限将于 2023/5/24 日到期，目前距离回售起始日约一年期限，随着回售期临近，下修条款博弈机会增加。5) 博世转债：截至 2023/4/28，转债价格 113 元，平价底价溢价率-15.61%，转股溢价率 32.88%，纯债溢价率 12.14%，到期收益率-2.48%，属于平衡偏债型标的，债性较强的同时不乏一定弹性，但目前评级为 A+级，需关注主体信用风险。从转股溢价率和平价走势来看，2023 年以来转股溢价率在 30%-50% 区间内震荡，平价长期位于下修线以下，前次递延的不下修期限将于 2023/5/26 到期，目前处于回售期内，叠加公司目前财务费用率较高（23Q1 为 13.54%）且偿债能力较弱，董事会下修意愿或较强，投资者可考虑结合下修条款博弈。五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面维度：旺能转债>伟 22 转债>绿动转债>博世转债>维尔转债：旺能和伟 22 转债正股基本面各维度表现均较为优秀，估值极低，其中又以前者业绩增幅最高，成长性更佳；其他标的正股业绩均出现不同程度萎缩，博世、维尔转债出现亏损，但前者 23Q1 业绩有所好转。2) 等平价溢价率测试维度：博世转债>维尔转债>伟 22 转债>绿动转债>旺能转债：博世、维尔和伟 22 转债估值均在合理区间，在 100 元平价位置三只标的性价比递减；绿动、旺能转债估值略有偏高，又以前者随平价上升套利机会更多。3) 股性强弱维度：旺能转债>博世转债>绿动转债>伟 22 转债>维尔转债：旺能转债系 5 只标的中唯一偏股型转债，博世转债系平衡型，其余标的均显示较强债性。4) 转债价格弹性维度：旺能转债>伟 22 转债>绿动转债>博世转债>维尔转债。其中伟 22 转债作为偏债型标的却弹性较强，或表明其具备“攻守兼备”特质。5) 机构持仓维度：伟 22 转债>绿动转债>旺能转债>维尔转债>博世转债：2023 Q1，机构对伟 22 转债和绿动转债新增关注较多，市场热度增加，前者机构持仓占比较低，约 9%，流通盘规模较大；旺能转债热度持续。6) 综上，旺能转债股性较强，向上弹性充足，叠加其业绩增长强劲，正股估值极低，因此继续建议予以关注，以博取正股价上升带来的收益；伟 22 转债业绩实现营收净利双正增，债性显著，正股偿债能力较强，信用风险低，建议加以关注。风险提示：正股表现不及预期，强赎风险，Choice、Wind 信息更新延迟。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

固收周报 20230507：如何看待 2023 年 5 月的流动性情况？

观点 2023 年 5 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对 2023 年 5 月流动性情况进行预测。（1）2023 年 5 月外汇占款环比

几乎无变动，对流动性影响微弱。近年来我国外汇占款始终保持相对平稳，对流动性影响不大，我们预计 2023 年 5 月外汇占款环比几乎无变动，对流动性影响微弱。(2) 虽然 4 月是传统缴税大月，但资金面维持宽松，因此央行于 2023 年 4 月公开市场净回笼。目前来看，5 月货币市场利率维持平稳偏宽，且当月 MLF 到期量较小，仅为 1000 亿元，给资金面带来的扰动有限，为控制金融市场过度加杠杆，我们预计公开市场或将净回笼。(3) 2023 年 5 月财政存款净增加 4700 亿元左右。2023 年一季度公共财政支出和收入的差值为 5574 亿元，财政发力保持积极，我们预计为保持收支平衡，2023 年 5 月份财政存款收回流动性约 4700 亿元，略高于往年。(4) 2023 年 5 月 M0 环比减少 1600 亿元左右。我们预计 2023 年 5 月 M0 环比约减少 1600 亿元，对银行间流动性有正面影响。(5) 2023 年 5 月法定存款准备金约增加 4000 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 5 月存在约 7100 亿元的流动性缺口，可视资金利率波动情况后通过公开市场投放进行补充。相较于疫情政策刚调整时，市场目前需要持续性更强的宏观数据来印证“强现实”，而 4 月 PMI 回落 2.7 个百分点至 49.2%，位于荣枯线之下，在疫后回补式的需求释放后，经济的内生动力依然不足。债券市场目前偏顺风，但 10 年期国债收益率目前已经处于较低的分位数水平，进一步下探的前提是经济出现类似于 2020 年疫情爆发时的断崖式下跌，或是出现 2022 年 8 月的超预期降息，但目前来看两者出现概率均较低，建议采取票息策略，谨慎进行波段操作。美国 5 月如期加息 25bp，后续美债收益率怎么看：美东时间 5 月 3 日，美联储 FOMC 会后宣布加息 25bp，联邦基金利率上调至 5%-5.25%，符合我们此前的预期。我们认为此次利率决议中主要有如下关注点：(1) 加息终点的倾向愈加明显。(2) 通胀仍然持续有韧性，降息时点不会很快到来。(3) 信贷紧缩是美联储目前和未来的一个特别关注点。尽管本次 FOMC 会议在声明中传递出中止加息的信号，但考虑到如下几点原因，我们认为美债 10Y 将维持在 3.2-3.6% 区间内窄幅震荡：(1) 逆全球化下通胀中枢上行，美国通胀目前仍远高于目标水平。联储暂停加息脚步主要在于兼顾维稳流动性，避免继续加息导致银行业危机失控蔓延，而非因为通胀控制已达预期。(2) 房地产通胀的影响持久而坚韧。我们认为租金价格仍旧保持较强粘性，预计在 2023 年下半年才会见顶回落。(3) 去美元化的趋势下美债供需格局可能失衡。随着新兴经济体对双边或多边非美元结算等去美元结算手段的不断尝试，中长期积累导致美债的价值储藏地位受到冲击，美债需求或会相应减弱，同期若美债供给继续维持高位，供需错配或将致使美债价格下跌，美债收益率中枢趋势性上浮。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 研究助理：徐沐阳 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230506：二级资本债周度数据跟踪 (20230424-20230505)
 观点 一级市场发行与存量情况：本周 (20230424-20230505) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 3 只，发行规模为 31.00 亿元，较上周增加 31.00 亿元，发行年限为 10Y，发行人性质为地方国有企业，发行人为农商行和城商行，主体评级为 AA 和 AA+，发行人地域为浙江省。截至 2023 年 5 月 5 日，二级资本债存量余额达 36,496 亿元，较上周末 (20230421) 减少 395 亿元。二级市场成交情况：本周 (20230424-20230505) 二级资本债周成交量合计约 401 亿元，较上周减少 817 亿元，成交量前三个券分别为 19 江苏银行二级 (21.97

亿元)、22 农业银行二级 01 (19.44 亿元)、22 工行二级资本债 04A (17.37 亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市和浙江省,分别约为 242 亿元、35 亿元和 34 亿元。从到期收益率角度来看,截至 5 月 5 日,5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为:-17.26BP、-17.95BP、-23.95BP;7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为:-10.77BP、-10.93BP、-16.93BP;10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为:-5.07BP、-5.08BP、-11.08BP。估值偏离%前三十位个券情况:本周(20230424-20230505)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大,折价成交比例高于溢价成交,折价成交幅度低于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为 17 晋城银行二级(-1.14%)、21 秦农农商二级 01(-1.03%)和 21 宁波银行二级 01(-1.00%),其余折价率均在-1%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主,地域分布以北京市、福建省和广东省居多。溢价个券方面,溢价率前三的个券为 23 金华银行二级资本债 01(6.11%)、22 泰隆银行二级 01(0.49%)和 20 稠州银行二级(0.32%),其余溢价率均在 0.1%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主,地域分布以北京市、上海市和河南省居多。风险提示:Choice、Wind 信息更新延迟;数据披露不全。

(证券分析师:李勇 研究助理:徐津晶)

固收点评 20230506:绿色债券周度数据跟踪(20230424-20230505)

观点 一级市场发行情况:本周(20230424-20230505)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 40 只,合计发行规模约 43 亿元,较上周减少 4.95 亿元。发行年限以 5 年及以下中短期为主;发行人性质以中央国有企业、地方国有企业和民营企业为主;主体评级以 AAA 为主。发行人地域为北京市、福建省、广东省、河北省、湖北省、江西省、上海市和浙江省。发行债券种类为公司债、中期票据、超短期融资券、定向工具、券商专项资产管理、资产支持票据和商业银行普通债。二级市场成交情况:本周(20230424-20230505)绿色债券周成交额合计 141 亿元,较上周减少 102 亿元。分债券种类来看,成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债,分别为 68 亿元、45 亿元和 20 亿元。分发行期限来看,3Y 以下绿色债券成交量最高,占比约 74.13%,市场热度持续。分发行主体行业来看,成交量前三的行业为金融、公用事业和交运设备,分别为 157 亿元、68 亿元和 7 亿元。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、福建省和上海市,分别为 131 亿元、49 亿元和 31 亿元。估值偏离%前三十位个券情况:本周(20230424-20230505)绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大,折价成交幅度和成交比例均低于溢价成交。折价个券方面,折价率前二的个券为 20 宜春创投绿色债(-1.20%)和 21 珠华 G1(-0.01%),其余披露数据的债券均未折价,主体行业以建筑为主,中债隐含评级以 AA 评级为主,地域分布以广西省和江西省居多。溢价个券方面,溢价率前三的个券为 G 三峡 EB1(3.48%)、G 三峡 EB2(2.34%)和 G17 龙湖 2(0.61%),其余溢价率均在 0.5%以内。主体行业以金融和公用事业为主,中债隐含评级以 AAA-评级为主,地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。风险提示:Choice 信息更新延迟;数据披露不全。

(证券分析师:李勇 研究助理:徐津晶)

行业

工程机械行业深度报告：“一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会

投资要点 “一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会。2023年为一带一路倡议十周年，包括不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、一带一路高峰论坛等高规格会议会在今年相继举办。2023年1-2月，我国对一带一路相关的65个国家非金融类直接投资40亿美元，同比增长28%，行业分布以能源、交通等基建类项目为主，占比60%以上，工程机械为一带一路核心板块之一，关注一带一路催化下工程机械行情。工程机械是“一带一路”核心受益板块。①跟随央企项目出海+海外份额提升，工程机械双重受益。工程机械受益“一带一路”发展主要源自两方面：一是跟随央企客户项目出海，二是受益一带一路经济发展及份额提升。2018-2022年工程机械与央企客户出口CAGR分别为34%/3%，近年来工程机械出口增速高于中字头客户，深度受益“一带一路”地区发展。②工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦一带一路。2023年工程机械主要企业出口收入占比达30%-60%，其中核心区域“一带一路”占比达70%以上，为主要市场。③行业回购不断，基本面边际向好、估值处于历史低位，增加了吸引力。工程机械为周期性行业，2023年为行业筑底期，低谷期主要公司PE仅为10倍出头，处于历史低位随着行业景气度逐步回暖，有望迎来利润及估值的双升。核心受益标的：（1）徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企。2022年徐工出口收入占比30%，同比增长50%，其中“一带一路”地区占比超80%。徐工实控人为徐州市国资委，2020年9月公司进行混改以来，业绩表现及盈利能力改善均高于行业，国企改革逻辑持续兑现。根据我们预测净利润，2023年公司PE仅为11倍，处于行业低估水平，“一带一路”是最具全球竞争力的中国特色估值体系实践，关注“一带一路+中特估”催化下估值修复机会。（2）三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一。2022年公司出口收入占比45%，出口稳居国内第一，扣除子公司普迈“一带一路”地区占比约70%。2022年公司主力机种挖掘机出口同比增速达69%，一带一路地区份额稳居头部。2022年公司海外综合毛利率26%，相较国内高出3个点，海外利润率随着规模扩大仍在持续提升。根据我们预测净利润，2023年公司PE为20倍，国内市场低估期应享有更高估值，出口板块为成长板块，2023年起公司业绩有望开启筑底反弹，有望迎来利润及估值双升。（3）中联重科：出口高速增长的行业大黑马。2023年一季度中联出口收入占比约35%，同比翻倍以上增长，直接出口中“一带一路”地区占比约90%，核心区域中东/中亚及俄语区同比增速翻两倍以上，重点出口机种为工程起重机、挖掘机、高机、农业机械、矿业机械等，同比增速翻一至两倍。根据我们预测净利润，2023年公司PE为16倍，公司为工程机械出口大黑马，一带一路地区及核心产品高速拓展，海外竞争力突出。（4）恒立液压：受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节。公司为工程机械核心零部件厂商，2022年挖掘机油缸国内份额超60%、泵阀份额约30%，前五大客户集中度50%，客户以三一重工、徐工机械、中联重科等工程机械主机厂为主。根据我们预测净利润，2023年公司PE为29倍，深度受益主机厂出海。风险提示：行业周期波动、基建地产不及预期、地缘政治风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

锂电回收行业跟踪周报：锂价小幅回升&折扣系数上行，技术&回收渠道建设继续推进

投资要点 与市场不一样的观点：成长重于周期，期待供需格局优化盈利回升。市场关心资源品价格对电池回收盈利的影响。我们认为电池回收具备资源价值，但商业模式本质为再制造，收入成本同向变动，利润相对纯资源企业稳定，而报废量 15 年的持续增长是丰厚的产业红利，持续成长属性凸显。近期金属波动周期性不强，锂价维持高位，废电池折扣系数持续回落，盈利企稳提升。期待行业出清产能供需平衡，龙头优势凸显。 **盈利跟踪**：废电池折扣系数持续回落，盈利能力企稳提升。我们测算锂电循环项目处置三元电池料（Ni \geq 15% Co \geq 8% Li \geq 3.5%）盈利能力，根据模型测算，本周（2023/5/4~2023/5/5）项目平均单位碳酸锂毛利为-0.93 万元/吨（上周为 0.13 万元/吨），平均单位废料毛利为-0.15 万元/吨（上周为 0.02 万元/吨），锂回收率每增加 1%，平均单位废料毛利增加 0.03 万元/吨。锂价回升，废电池折扣系数触底上行。当前锂电回收行业经历一轮行业出清，龙头优势凸显格局改善盈利回升。 **金属价格跟踪**：截至 2023/5/5，1）碳酸锂价格回升。金属锂价格为 155 万元/吨，本周同比变动-3.1%；电池级碳酸锂（99.5%）价格为 18.05 万元/吨，本周同比变动+0.8%。2）硫酸钴价格微降。金属钴价格为 26.30 万元/吨，本周同比变动-1.9%；前驱体：硫酸钴价格为 3.50 万元/吨，本周同比变动-1.4%。3）硫酸镍价格微降。金属镍价格为 19.04 万元/吨，本周同比变动-1.7%；前驱体：硫酸镍价格为 3.4 万元/吨，本周同比变动-1.4%。4）硫酸锰价格维持，低于 2022 年水平。金属锰价格为 1.63 万元/吨，本周同比变动 0.0%；前驱体：硫酸锰价格为 0.64 万元/吨，本周同比变动 0.0%。折扣系数持续回落。截至 2023/5/5，折扣系数本周触底回升。1）废旧 523 方形三元电池（6%<Ni<11%,3%<Co<6%）折扣系数平均 96，本周同比变动 +3.0pct；2）三元 523 极片 & 电池黑粉（10%<Ni<25%,6%<Co<15%）折扣系数平均 111，本周同比变动 +3.5pct；3）三元极片粉锂折扣系数平均 62，本周同比变动+2.0pct；4）三元极片粉钴折扣系数平均 62，本周同比变动+1.5pct；5）三元极片粉镍折扣系数平均 62，本周同比变动+2.0pct；6）钴酸锂电池（20%<Co<24%）折扣系数平均 74，本周同比变动+1.0pct。 **行业动态跟踪**：技术&回收渠道布局推进。1）天奇股份：预计二季度能够陆续有磷酸铁和碳酸锂产品产出，预计今年下半年能够达到规划产能的 80%。2）格林美：与有色金属技术经济研究院达成战略合作 3）宁德时代子公司邦普循环 9 个工厂获认证 **投资建议**：锂电循环十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展。重点推荐：天奇股份、宁德时代、比亚迪、华友钴业、中伟股份、振华新材、格林美；建议关注：光华科技、南都电源、旺能环境、赣锋锂业、厦门钨业。 **风险提示**：锂电池装机不及预期，动力电池回收模式发生重大变化，金属价格下行，行业竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

纺织服装板块 2022 年报&23 年一季报总结：品牌服饰 23Q1 业绩靓丽、趋势向好，看好估值业绩双重修复持续兑现

Ø 品牌服饰：22 年疫情冲击较大，23 年业绩估值双重修复逻辑有望持续兑现。n22 年总结：疫情反复冲击下，整体营收增速同比下滑个百分点，净利下滑幅度较大。细分板块看，体育服饰经营稳健、户外赛道表现较优，其余赛道营收利润均出现下滑、从受损程度由低到高分别为男装、家纺、中高端女装、休闲服饰。n23 年展望：23 年以来品牌服饰总体逐步走出疫情冲击，终端流水持续修复、增速逐月提升，去库进程中收入表现略弱于流水，但经营杠杆下净利表现超收入端。从细分板块看，23Q1 业绩表现基本符合我们此前关于细分领域复苏节

奏的判断，即各板块复苏节奏由快到慢分别为：体育服饰仍维持稳健增长；男装修复领先、比音勒芬&报喜鸟 23Q1 业绩已超 21 年同期水平；高端女装表现较好、收入利润增速均恢复正增长；家纺、休闲服饰收入端同比回落，但净利改善趋势明显、实现正增长、利润弹性逐渐释放。 Ø 纺织制造：22 年前高后低，23Q1 仍承压、静待外需拐点。n22 年总结：上游生产企业多面向海外市场、产能布局海外，22H1 受到疫情直接影响程度相对较小，叠加外需景气度延续、人民币贬值等利好因素，实现较快增长。22Q3 以来国内外品牌端库存较高+外需走弱，纺织公司业绩增速放缓。n 出口型展望：23 年上半年压力仍存，下半年随海外品牌库存恢复正常，上游纺织制造企业订单增速有望触底回升，在此过程中综合竞争力出色、客户粘性强的龙头有望维持相对稳健的业绩表现。n 内销型展望：国内消费进一步复苏，后续有望逐步传导至制造端，关注国内国外两个消费市场需求拐点的渐次出现，长期受益逻辑明确的公司有望实现领先行业的业绩增长。 Ø 投资建议：n 品牌服饰：23Q1 品牌服饰业绩增速靓丽，预计 Q2 业绩在低基数下进一步反弹、有望对板块情绪形成提振，我们维持 22 年 11 月以来的观点，继续看好品牌服饰 2023 年业绩和估值的修复机会，具体来说：①重点推荐终端流水复苏较早、23 年业绩有望超越 21 年、估值较低的男装品牌，如比音勒芬、海澜之家、报喜鸟。②推荐流水持续环比改善，复苏弹性大的“困境反转”型品牌，如休闲服龙头森马服饰及太平鸟、家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、朗姿股份、锦泓集团等。③运动品牌龙头此前指引相对谨慎，随国内消费环境回暖向好、经济复苏确定性加强，运动服饰业绩超预期可能加大，前期股价调整后估值吸引力增强，继续看好，包括李宁、安踏体育、特步国际、361 度。n 纺织制造：国内需求复苏延续，关注下半年外需向上拐点。①出口型企业下半年有望迎订单向上拐点，持续跟踪布局运动赛道上游、竞争优势突出的制造龙头申洲国际、华利集团订单拐点的出现。②内销型企业随 Q2 国内品牌复苏订单有望改善，下半年海外品牌去库完成后订单或进一步回暖，关注大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份（国产替代）、台华新材（技术突破）等。 Ø 风险提示：疫情反复、终端消费疲软、棉价大幅波动、人民币汇率波动等

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越）

光伏设备 2022 年报&2023 一季报总结：业绩持续高增，看好高景气赛道中强 alpha 的龙头设备公司

1 我们选取的光伏设备行业代表性企业共 11 家，分别为硅料设备环节的双良节能；硅片设备环节的晶盛机电、高测股份、连城数控；电池片设备环节的迈为股份、捷佳伟创、帝尔激光；组件设备环节的奥特维、金辰股份、罗博特科；光伏热场环节的金博股份。1 收入端：光伏设备行业 2022 年实现收入合计 518 亿元，同比+79%；2023Q1 实现收入合计 165 亿元，同比+88%。1 利润端：行业 2022 年实现归母净利润合计 88 亿元，同比+70%；2023Q1 实现归母净利润合计 28 亿元，同比+74%。12022 年及 2023Q1 光伏设备行业收入利润规模加速增长，自 2019 年出清 531 的不利影响之后，行业一直保持较快增速，主要系： Ø (1) 下游光伏装机增长带来新增设备需求：2022 年国内新增装机量 87.4GW，同比+60%；全球新增装机量 240GW，同比+37%。我们判断，随着 2023 年产业链价格下降，新增装机需求有望进一步爆发，看好 2023 年国内外装机需求持续提升。 Ø (2) 降本增效大趋势下，技术催化设备更新迭代快：一般来说，硅片、电池片设备更新

替换周期约 5 年，而组件设备更新替换周期仅 2 年左右，使得光伏设备脱离传统设备行业的二阶导属性。风险提示：光伏装机量不及预期、新技术升级进程不及预期、新冠疫情影响

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭)

出版行业+公司首次覆盖：业绩稳健增长，AI 打开新空间

投资要点 大众图书零售行业逐步修复，线上渗透率持续提升。2022 年由于疫情反复和消费疲软，图书零售规模同比下降 12%，较 2019 年下降 57%；2023Q1 随着疫情影响减弱，图书零售销售规模降幅逐月收窄，1-3 月同比增速分别为-17.43%/-10.33%/-7.46%。分渠道来看，2015 年以来，线上图书销售增速持续高于线下销售增速，仅 2021 年略低于线下销售增速。2022-2023Q1 延续了此趋势，线上渗透率持续提升。出版行业增速提升，利润率基本延续稳定。2022Q4/2023Q1 出版行业营收分别为 433/327 亿元，同比增长 2%/6%，增速提升；2022Q4/2023Q1 行业毛利润分别为 145/104 亿元，毛利率 33%/32%；2022Q4/2023Q1 行业归母净利润分别为 44/35 亿元，归母净利率 10.1%/10.6%，毛利率和归母净利率基本延续稳定。大多数出版企业实现收入增长，利润端表现分化。收入方面，29 家上市出版企业中，2022 年有 19 家实现了营收增长，营收增长主要来自互联网渠道占比提升及作为刚需的教材教辅销售维稳。利润方面，7 家企业的销售净利润增速与收入增速基本保持一致（二者相差 $\pm 3\text{pct}$ ），其他企业的销售净利润增速偏离收入增速，非经常损益占比变化是重要影响因素，毛利率和费用率变化也不可忽视。出版行业估值低于其他 AI 概念行业，部分绩优股安全边际较高。今年 1 月以来出版行业 PE-TTM 逐步回升，截至 2023/5/5 为 23.8x，处于历史估值区间 49.3%百分位，接近历史均值，但仍显著低于其他 AIGC 相关行业估值水平。其中部分业绩表现良好的公司目前估值仍有较强安全边际，比如 2022 年收入增速前三的皖新传媒、中南传媒和凤凰传媒，其 PS-TTM 分和 PE-TTM 均处于出版行业均值附近。AI+教育+版权，实现降本增效、打开第二增长曲线。我们认为 AI 对出版行业的变革将体现于三个方面。第一，出版企业作为数据之源，将其 IP 和数据集提供给大模型厂商，并参与收入分成；第二，AIGC 赋能出版企业的出版、发行、销售和 新业务，并深度参与 AI+教育的行业变革；第三，AIGC 变革传统图书形式，图书、影视剧和游戏的边界逐渐消融，优质 IP 成为核心流量入口。投资建议：出版行业业绩稳健增长，估值有望提升。业绩层面，作为第一增长曲线的图书出版与发行有望在 2023 年迎来行业整体复苏，同时 AI 技术发展有助于打开数字教育业务和版权业务的第二增长曲线。估值层面，出版行业目前 PE-TTM 低于传媒行业整体水平，也远低于 AIGC 概念指数估值水平，未来随着技术落地和业绩增长，估值有进一步提升空间。此外，出版行业整体资产流动性高且偿债压力小，现金分红比率稳定提升，股东回报得到兑现。方向上，建议关注估值安全边际较高、具有版权和渠道优势且 AI 技术领先的公司。个股层面，我们推荐凤凰传媒、南方传媒、皖新传媒、山东出版、新华文轩、中文传媒、中信出版，建议关注世纪天鸿、中国出版、中国科传、长江传媒等。风险提示：行业市场竞争加剧风险，知识产权纠纷及诉讼风险，出版选题风险，新技术转型升级不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

国防军工行业跟踪周报：百年变局武备强军，多要素推动行业反弹反转

投资要点 上周行业走势情况 上周两个交易日（0504-0505），军工（申万分类）全周涨跌幅为-1.34%，行业涨幅排名第 20/31 位。我们

总体观点重申：百年变局武备强军，多要素推动行业反弹反转。(1) 行业环境：目前外交与军事高密度博弈，在军事方面必须加强针对性准备。(2) 行业“量价”关系：量，当前常规列装和密集战备军演是后续必然的增量来源；价，中下游央企军工在实施股权激励后依托统筹供应链的优势有较大盈利能力提升空间。(3) 成长核心动力看内需：重视主战装备核心赛道回归与新域新质装备崛起。(4) 成长二次曲线看军贸：中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之有助于中国的军贸拳头产品进一步打开国际市场。(5) 改革大年：2023年是十四五攻坚叠加二十大开局，改革大年值得期待。(6) 我们认为当前为较好的拐点布局期，核心逻辑有：1) 增量订单：二季度是行业中期调整窗口期，后续将有更多首战即用，作战效能强化与定价适当的装备提速扩量；2) 增量资金：首批8只中证商用飞机高端制造ETF集中申报，指数权重个股有望迎来较多资金配置；3) 业绩落地：4月份报告季业绩扰动因素落地，按照2323的交付节奏，中报将是较好的兑现行业成长性的窗口期；4) 主题优势：国资委支持央企军工“强优大”，以及市场热点“中特估”，将在增量订单和增量资金基础上放大对行业的正向催化。上周几个重点事项 舰船板块放量大涨，引领行业反弹反转。4月21日以来船舶板块放量大涨，核心原因有：(1) 民船大周期来临，全球造船产能洗牌后集中到中国，国内造船工业开始获取海外大单；(2) 军船内需与外贸开启新一轮高峰；(3) 船舶板块受益两船合并后的业务梳理、合并重组以及受国资委支持的潜在改革增效事项；(4) 近期苏丹撤侨中052D南京舰和微山湖综合补给舰展现了中国海军的硬实力。(5) 5月3日中国海军导弹护卫舰玉林舰和猎扫雷舰赤壁舰参加了第13届亚洲国际海事防务展。外交与军事博弈密集，菲律宾摇摆不定，中方外交主动作为。(1) 5月4日在美访问的马科斯表示向美国提供的4个新基地不会成为用于攻击任何人的军事设施，但马科斯4日同时表示，一旦台海爆发冲突那些军事基地将是“有用的”。(2) 近年美国不断在多个方向试探中国红线，中美博弈升级已是不争事实，中国需要放弃对美幻想，外交上主动作为并为极端情况做准备。(3) 5月3日克里姆林宫表示有两架无人机对克宫进行了攻击，俄罗斯总统普京没有受伤，俄方保留进行报复的权利。关注标的：考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议重点布局核心赛道尤其是下游主机厂标的，四个条线值得关注：(1) 军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科；(2) 新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。(3) 超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。(4) 中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

有色金属行业跟踪周报：加息终点将近，继续看多黄金

行业观点：加息终点将近，继续看多黄金。1) 贵金属：继连续10次加息后，联储表述偏鸽，并暗示可能会暂停进一步加息。黄金作为实际利率的反向锚，价格上行趋势逐步明显。2) 基本金属：本周铝去库速度放缓，周降幅为2%；需求端山东、青海等地加工企业复产。步入5月西南地区降水回升，电解铝供给进一步释放。供需有望同增，价格或震荡运行；但成本端进一步弱势运行，电解铝企盈利有望维持。

铜供给持续释放，需求偏弱运行，但海内外低库存下，铜价格有望高位震荡。3) 小金属方面，4月中下旬钢招逐步进场，钼价触底后快速回涨；节后需求尚待验证，继续看好产能周期驱动钼价高位运行。镁价持稳运行，后续兰炭整改落地后有望加速上行；锑价仍然维持高价平稳，看好光伏需求充分释放后锑价中枢上移。继续推荐浩通科技、山东黄金、中金黄金、云铝股份、金钼股份和云海金属；建议关注铜铝优质标的紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业和中国铝业。

行情回顾：本周（4月24日—5月5日），沪深300指数下滑0.08%，收于4029.09点。有色金属（申万）指数下滑0.81%，收于4793.00点。有色金属细分子行业中，按申万三级指数：铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料分别收于559.11、768.82、559.59、1296.58、1131.42和1085.15点，涨跌幅分别为-1.41%、-2.53%、-1.50%、-2.50%、-4.23%和-3.74%。个股涨幅前五的公司为四川黄金、丰华股份、远航精密、楚江新材、合金投资。

行业动态：稀土磁材：本周供应端现货数量稳定，需求端节后有待观望，市场采购氛围低迷，价格逐步压低，预计近期稀土价格整体偏弱。锂：本周金属锂颓势不改，价格弱势下跌，业者心态谨慎，下游采购积极性不高。钴：电解钴下游需求处于疲软状态，节前备货情绪不高。铝：本周供需博弈继续，铝矾土价格僵局暂难打破。铜：海外银行暴雷铜价大跌，下游逢低补库需求上涨，随着走出季节性旺季，预计消费将逐渐转弱。贵金属：本周金银价格震荡运行，重心较上周上移。其他金属：本周炼厂积极开工，锌精矿需求依旧强劲；缅甸消息提振市场，锡价大幅上涨；矿供应缺口仍存，短期铅矿加工费上行无力。风险提示：经济增长不及预期，美国流动性转向。

（证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬）

二季度战略性重配医药四方向，中药、消费医疗及处方药等

u 二季度是战略布局医药板块最好时间点。重要原因：其一 Q2 季度医药板块增速快，虽然其他行业可能增速也快，但医药板块大概率 2024 年毅然高成长；其二集采对处方药及器械影响基本结束，随着新产品获批开始进入增量阶段；其三医药板块估值比较具有吸引力，年初至今其基本没有上涨，仅有中药板块出现显著超额收益。目前东吴医药团队重点看好四大方向：高增长的创新中药及品牌中药，重点推荐方盛制药、康缘药业、佐力药业、太极集团、同仁堂、片仔癀；消费医疗，重点推荐普瑞眼科、华夏眼科及济民医疗等；创新药，重点推荐恒瑞医药、荣昌生物、康宁杰瑞等；医疗器械，重点惠泰医疗、春立医疗、三诺生物等。

u 消费医疗二季度有望实现同比高增、环比加速，当前推荐继续布局。（1）一季度恢复良好，体现较强的业绩韧性。2月3月复苏数据环比加速，尤其高端医疗、眼科、医美等恢复趋势显著。重点公司3月份收入端实现30%+增速，4月延续良好恢复趋势；（2）基数原因+持续复苏验证，二季度有望实现环比加速。且三季度迎来消费医疗旺季，四季度在低基数下仍有望实现高增长。全年业绩增长确定性较强。（3）经过2个月调整，当前医院板块PE(TTM)估值已经从1月中旬的90倍左右下降至当前的81倍左右，但Q1业绩尤其眼科板块业绩快速修复体现增长潜力和消化估值能力，年内仍将在复苏主线表现相对优异。长期看老龄化与消费升级趋势下，医疗服务产业趋势持续增长确定性强。

u 具体配置思路

- 中药领域：康缘药业、方盛制药、佐力药业、济川药业等；
- 创新药领域：和黄医药、恒瑞医药，建议关注康宁杰瑞制药、亚虹医药等；
- 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业、科美诊断等；
- 低值耗材及消费医疗

领域: 鱼跃医疗, 建议关注维力医疗、三鑫医疗等; •科研服务及 CXO 领域: 诺禾致源、金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、泰格医药、诺思格等; •眼科服务: 爱尔眼科、普瑞眼科, 建议关注华夏眼科等; •其它医疗服务领域: 三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等; •医美领域: 爱美客、华东医药等; •生长激素领域: 长春高新, 建议关注安科生物等; •疫苗领域: 智飞生物、康泰生物, 建议关注万泰生物等; •其它消费: 三诺生物, 我武生物等; •血制品领域: 博雅生物等; 【重点推荐/建议关注组合】济民医疗、普瑞眼科、华夏眼科、爱尔眼科、方盛制药、太极集团, 片仔癀、恒瑞医药, 吉贝尔, 京新药业。 风险提示: 医院扩张或整合不及预期的风险; 产品放量不及预期风险; 市场竞争加剧等。

(证券分析师: 朱国广)

钢铁行业跟踪周报: 五一假期需求下降, 春节来总库存首次累增

行业观点: 五一假期需求下降, 春节来总库存首次累增。受五一节影响, 本周需求下降, 上海终端线螺走货量 1.0 万吨, 环比减 46.6%。供给延续下降趋势且幅度略有扩张, 4 月下旬大型钢厂粗钢日产量环比降 3.6%。由于假期市场需求表现不佳, 同时多数区域厂发限制, 叠加部分区域加快厂库前移, 但市场消耗能力有限, 本周总库存自春节后首次累增, 环比增 0.9%。本周市场整体报价低位震荡, 国内钢材指数环比降 2.29%。产量平控、成本让利(煤价下跌), 叠加当前估值低位, 我们对周期股的观点逐步转向乐观。周期标的首推柳钢股份、华菱钢铁、宝钢股份、河钢资源、鄂尔多斯; 新材料股继续推荐广大特材、望变电气等。 行情回顾: 本周(4月30日-5月5日)申万钢铁环比减 0.2%, 落后上证综指 0.5%。涨幅居前的个股为八一钢铁(6.0%)、韶钢松山(4.8%)、本钢板材(4.7%)。本周螺纹钢、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别为 3622 元/吨、3676 元/吨、698 元/吨、2141 元/吨, 较上周(4月23日-4月28日)分别变动-1.7%、-2.0%、-1.9%、-3.1%。 行业动态: 普钢: 本周钢材社会库存 1375 万吨, 环比增 0.6%; 其中长材库存 877 万吨, 环比减 1.6%; 板材库存 498 万吨, 环比增 4.8%。四月下旬钢厂库存均值 1811 万吨, 环比减 2.3%。本周全国 237 家钢贸商出货量 19.5 万吨, 环比增 26.9%; 本周上海终端线螺走货量 1.0 万吨, 环比减 46.6%。本周跟踪的螺纹、热轧、冷轧、中厚板成本滞后毛利分别为 285 元/吨、244 元/吨、254 元/吨、585 元/吨。 铁矿: 本周澳、巴、印铁矿石发货量 2579 万吨, 环比增 7.6%; 北方 6 港到港量 789.4 万吨, 环比减 19.4%。本周铁矿石港口库存 12736 万吨, 环比减 1.2%。本周港口进口矿日均疏港量 303 万吨, 环比减 6.5%。 焦煤焦炭: 本周焦炭市场偏弱运行, 第六轮调价全面落地; 本周国内炼焦煤市场继续承压走弱, 各煤种累计下跌 500-870 元/吨不等。 硅铁硅锰: 节后归来, 硅锰市场延续弱势阴跌状态, 原料价格走弱, 硅锰需求空窗; 硅铁需求一般, 成交有待跟进。 特钢: 本周模具钢市场价格小幅下跌, 需求阶段下滑; 本周全国优特钢价格持续走低, 市场整体表现不佳; 本周工业材各品种继续下跌, 在黑色期货大幅下跌过程中, 需求再度收紧, 钢厂及贸易型企业负利空间加大。 不锈钢: 节后首周, 低镍高铁价格暂稳; 铬矿现货市场行情延续偏强走势, 铁厂采购积极性尚可, 多刚需询盘; 假期后涨价氛围浓, 不锈钢成交稍有好转。 风险提示: 房地产下滑, 制造业回暖不及预期。

(证券分析师: 杨件)

计算机行业点评报告：国资云：有望成为关基行业垂直模型的主要载体

投资要点 AI 关注度或向应用转移。未来随着各行各业逐步加深对 AI 的认知和理解，以及国内外各种大模型逐步开放，AI 将在医疗、教育、政务等行业诞生更多现象级应用，从而引领 AI 关注度向应用转移。发展中国特色的 AI 应用。语言包含价值取向，未来想要不被强势文化压缩生存空间，中国必须发展自己的大模型。发展自己的大模型需要以国内数据集为重要支撑，而国内缺乏可训练的高质量数据。国内更高质量的数据都在政府手中，数据要素市场建设将为国内训练自己的大模型提供坚实基础，未来有望成为国内寻求差异化发展的重要支撑。公共和垂直行业数据敏感性高，需要具备央企背景的厂商参与。AI 的发展离不开数据作为基础，谁能够拿到国家卫健委、应急管理部、公安部、国土资源局、金融、电信、各地方政府等重要部门的数据，谁就可以基于大模型在应用端获得更大的优势。国资云将同时承担政府和重要行业的算力、数据和算法应用需求。国资云不仅是数字经济建设的基础设施，基于国资云平台上存储、运营的海量政务和垂直行业数据，国资云厂商有望开发政务、金融等垂直行业小模型，开启 AI 应用新场景，协助提升政府治理水平、行业监管效率、企业运营能力，未来不仅可以输出数据产品，更可以输出 AI 能力，提供 AI 产品和解决方案。我们判断国资云后续有望成为关基行业垂直模型的主要载体，重点推荐深桑达 A、易华录、云赛智联。风险提示：政策推进不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：张文佳）

建筑装饰行业跟踪周报：建筑 PMI 景气维持高位，继续推荐低估值建筑央企和国际工程板块

投资要点 本周（2023.5.1-2023.5.5，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅 1.8%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.3%、-0.47%，超额收益分别为 2.1%、2.27%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）4 月 PMI 数据：建筑业商务活动指数为 63.9%，连续三个月位于高位景气区间，建筑业生产活动持续较快扩张。其中，土木工程建筑业商务活动指数继续高于 70.0%，好于建筑业整体，反映基建景气持续好于房建。业务活动预期指数为 64.1%，高于上月 0.4 个百分点，维持高位区间，或说明建筑业景气具有一定持续性。（2）财政部、住建部、水利部开展“十四五”第三批系统化全域推进海绵城市建设示范工作：在十四五开展系统化全域推进海绵城市建设示范工作的框架下继续开展第三批示范工作，此次示范城市总数 15 个，累计示范城市总数将达到 60 个，将继续拉动城市相关基础设施和相关管网建设需求。周观点：基本面和多重主题估值共振向上，持续推荐建筑板块的投资机会：（1）新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好建筑央企估值持续修复机会：2022 年四季度以来建筑业 PMI 增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。Q1 基建投资维持同比较快增长，反映狭义财政支出和专项债的前置发力效果，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企持续提升经营效率，结合 22 年报情况来看，经营效果已开始体现，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑，建议关注中国中铁、中国铁建、中国电建等。（2）“一带一路”方

向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化（如中亚峰会），海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块和相关区域热点板块，个股推荐中材国际，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构；建筑+AI 方向的华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等。（4）建工检测板块：检测行业是长坡厚雪的好赛道，建工建材检测市场规模超千亿，2015-2021 年建工建材市场复合增速超过 12%，龙头企业市场份额仍然较低，内生外延成长空间大；近日住建部发布《建设工程质量检测管理办法》（住建部 57 号令），新规自 2023 年 3 月 1 日起施行，新规在规范建设工程质量检测活动、完善建设工程质量检测责任体系、加强政府监督管理等方向进行了进一步加强，我们认为有利于行业行为规范和竞争环境优化，龙头企业有望受益，推荐垒知集团、建科股份，建议关注国检集团。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

商贸零售行业跟踪周报：关注“一带一路”背景下出口服务商城三杰：小商品城，轻纺城，海宁皮城

本周行业观点（本周指 2023 年 4 月 24 日至 5 月 7 日，下同）小商品城受益于义乌一带一路进出口的高增趋势。小商品城管理着我国最大的小商品集散地——义乌国际商贸城。“一带一路”国家出口已经成为义乌市出口重要的组成部分和增长驱动。2023 年 1~2 月，义乌市进出口总额达 792 亿元，同比+7.4%；其中“一带一路”沿线国家同比+8.2%，占比达 42%；对沙特阿拉伯、巴西的出口分别同增 47%/26%。目前市场经营业务是公司利润的主要来源。随着义乌出口的不断成长，公司不断扩建新市场，增厚未来 3~5 年的市场经营租金收入及利润。Chinagoods 平台、跨境人民币支付有望成为第二增长曲线，与浙江联通战略合作建设“一带一路”国际数据中心。①公司 Chinagoods 平台是一个集展示、交易、物流交付等功能于一体的线上小商品 B2B 平台，目前正处于快速成长阶段，2022 年 GMV 达 357 亿元，同比+112%，未来有望成为“线上小商品城”。②公司拥有稀缺的跨境人民币支付牌照，并于 2023 年 2 月上线了“义支付”跨境人民币支付平台。这有助于完善进出口交易闭环，并通过手续费等方式增厚公司利润。③2023 年 4 月公司公告将与浙江联通合作建设“一带一路”国际数据中心，有望帮助公司成为“一带一路”贸易的信息流、商流、物流、资金流枢纽，并沉淀数据资产。轻纺城主业是绍兴柯桥区轻纺城市场的租赁。柯桥中国轻纺城为亚洲最大的轻纺专业市场，轻纺产品总销售额占全国 1/3。2022 年公司总营收 8.20 亿元，其中租赁业务收入 7.73 亿元，占比 94.3%，毛利 4.17 亿元，占比 90.1%。公司旗下中国轻纺城管理东升路市场、老市场等，建筑面积 140 万平方米。一带一路有望提升轻纺城出口景气度。2022 年，柯桥区出口总额 1338.91 亿元，同比+23.0%，对“一带一路”沿线国家出口同比

+27.4%。2022年11月中欧班列“柯桥号”开通，公司举办“丝路柯桥·布满全球”等活动。公司旗下拥有采购贸易和跨境电商综试区，市场采购贸易累计完成4.1万票，出口货值约38.17亿美元；跨境电商累计完成1497单，546万笔，出口货值超2亿美元。2023年，公司拟以“一带一路”为主轴，开行“柯桥号”班列50列，建设轻纺城海外仓。海宁皮城：我国皮革产业核心聚集地。公司所处的海宁市是中国皮革之都，海宁及周边地区集聚了3000多家皮革生产企业，是全球最大的皮革生产基地之一。市场开发及经营收入是公司的主要收入及利润来源，2022年公司总营收13.11亿元，同比-8.65%，其中市场开发及经营收入10.97亿元，占比83.67%，毛利3.89亿元，占比69.3%。据公司官网，海宁皮城市场经营户上万家，年客流量超千万，年成交额数百亿元。“一带一路”贸易繁荣有望带动海宁皮城经营的长期发展。全球60%以上的毛皮贸易来自“一带一路”沿线国家和地区。而中国是世界上毛皮原料生产大国、消费大国，世界上最大的毛皮贸易国及深加工国，海宁又是我国皮革产业链的核心聚集地。未来一代一路贸易的发展有望进一步振兴海宁皮城皮革产业链的景气度。推荐标的：小商品城等；建议关注：轻纺城、海宁皮城等。风险提示：宏观经济波动，疫后恢复不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旖璿 证

券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖）

建筑材料行业跟踪周报：龙头消费建材发货平稳增长

投资要点 本周（2023.5.1-2023.5.5，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅-0.08%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为-0.30%、-0.47%，超额收益分别为0.22%、0.38%。大宗建材基本面与高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为423.8元/吨，较上周-1.3元/吨，较2022年同期-72.7元/吨。较上周价格持平的地区：两广地区、华北地区、东北地区、西北地区；无较上周价格上涨的地区；较上周价格下跌的地区：长三角地区（-5.0元/吨）、长江流域地区（-2.9元/吨）、泛京津冀地区（-1.7元/吨）、华东地区（-2.9元/吨）、中南地区（-1.7元/吨）、西南地区（-2.0元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为71.7%，较上周+0.1pct，较2022年同期3.2pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为56.9%，较上周-3.5pct，较2022年同期-7.1pct。（2）玻璃：上周（2023.4.24-2023.4.28，下同）卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为2126.1元/吨，较前周+176.9元/吨，较2022年同期78.2元/吨。本周卓创资讯统计的全国13省样本企业原片库存为4080万重箱，较上周-366万重箱，较2022年同期-2036万重箱。（3）玻纤：截至4月27日，国内2400tex无碱缠绕直接纱主流报价在3800-4100元/吨不等，全国均价在4060.25元/吨，环比持平，同比下跌34.16%，电子纱主流报价7400-8000元/吨不等，环比下跌4.35%。周观点：4月份主要消费建材龙头企业的发货较为平稳，当下时点我们认为本轮地产缩量的影响已经接近尾声。一方面地产加杠杆的能力和意愿回升，拿地和新开工增速见底。另一方面地产链竞争格局得到优化，Q2~3工程端可见利润拐点。另外从过往几轮周期来看，地产销售转正都是地产链beta的开始。（1）零售端定价能力强、现金流好，龙头企业持续下沉渠道和提升品牌，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、蒙娜丽莎、东鹏控股，建议关注箭牌家居。（2）工程端供给侧持续出清，推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等，建议关注三棵树。（3）基建链条实物需求加速落地，利好水泥混凝土产业链，长三角水泥价格底部已

现，龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。弱复苏下主题投资更加受重视，国企改革和一带一路相关标的有天山股份、北新建材等。大宗建材方面：玻纤：行业供需平衡加速修复，源于行业产能投放速度显著放缓，叠加风电等细分领域需求回升，反映在3月以来库存逐步去化，随着风电、热塑等领域需求继续回暖，我们判断库存去化有望延续，价格也将企稳反弹，企业盈利迎来反弹。若外需韧性或者风电需求弹性超预期，有望带来行业库存的超预期去化和价格弹性。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份等。玻璃：我们看好后期玻璃涨价超预期，中期盈利弹性可观。近期玻璃在3月下游社会库存已有明显补库的背景下继续超预期去库，反映产业链信心增强非常明显。尽管短期需求弱复苏，但供给同比仍有8%的削减，短期供给恢复弹性有限，支撑行业库存去化的趋势。随着全国库存已经回落到接近中位水平，若去库速度再度加速，涨价的传导能力和弹性明显增强，5月玻璃价格预计仍将有良好表现。随着下半年纯碱价格下跌+旺季涨价，若保交付落地，盈利弹性有望超预期。浮法玻璃龙头企业享有中长期成本优势，叠加新业务拓展的估值弹性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻A等。水泥：短期水泥出货有所回落，受雨水、假期因素综合影响，由于下游资金短缺，在市政、房建需求疲弱的背景下，基建发力仍难以拉动整体需求回暖，因此行业供需平衡仍需要错峰停窑的配合，价格有将中低位震荡。中期来看，4月建筑业PMI维持高位景气区间，基建实物需求有望继续回升，若市政、房建需求好转，水泥整体需求回升将利好景气中枢有望企稳回升，旺季价格弹性有望增强。水泥企业市净率估值处于历史底部，若需求端现积极信号，有望催化估值修复。推荐受益沿江景气反弹，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥和上峰水泥等，中长期推荐基建需求占比更高、市场格局优化的北方区域产能占比较大的水泥标的，如冀东水泥、天山股份等。装修建材方面：Q1部分品类经销渠道反馈出货速度有所加快，总体需求结构来看零售好于工程，非房好于地产，市场逐步回暖。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计2023年盈利继续修复。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证

券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦）

非银金融行业跟踪周报：保险板块负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵

投资要点 保险板块近期涨势喜人。本周（05.01-05.05）上证指数上涨0.34%，金融指数上涨1.95%。非银金融板块上涨3.29%，其中券商板块上涨2.80%，保险板块上涨4.05%。保险板块在资产负债两端预期提升下共振表现，领涨金融板块。4月以来，寿险板块个股均有亮眼涨幅表现，新华保险1Q23业绩预增公告披露后点燃板块业绩强修复预期，龙头中国平安近年来首次涨停提高市场对板块关注度，步入

5月以来本轮NBV修复最强音中国太保迭创反弹新高彰显负债端修复主逻辑。我们认为本轮保险股反弹的胜负手已不再是资产端，而是负债端，负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵。疫情三年以来，行业负债端持续低迷，2022年A股上市险企NBV仅为2019年的45.2%，若2023年恢复到2019年的50%，对应2023年NBV同比增速为10.5%；若2023年恢复到2019年的60%，对应2023年NBV同比增速为32.6%。低基数效应仍将延续至全年底。负债端复苏的信心正在积累，从储蓄型业务和银保渠道放量向价值型业务逐步过渡。2022年末以来，保险股领涨金融板块和市场反攻号角，我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心。2023年3月以来，负债端拐点正在验证，随着疫情放开影响不断深化，代理人逐步复工复产，各大险企积极备战二阶段开门红，需求逐步释放。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓，寿险拐点年务必重视。预定利率调整影响“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，预计2Q22价值增速进一步提升。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。炒停本身不能带来业绩的持续改善，但能从供给侧提升队伍的收入和展业信心。一方面，疫情三年以来队伍和客户面对面沟通减少，预定利率下调预期下产品有涨价压力，客户咨询购买意愿提升；另一方面，队伍收入企稳有助于提升代理人信心，新增入口有望打开，迎来队伍管理正循环。我们预计二季度新单放量有助于提升代理人收入并稳定队伍信心，助力下半年价值型业务放量表现。投资建议：负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵，添酒回灯重开宴。保险作为宏观经济复苏直接受标的，一季报无论是量还是质在金融各子板块中可圈可点，当前板块P/EV仍处于历史低位（平均0.6倍，分位数10%以下），推荐顺序：中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿和新华保险。风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧。流动性及行业高频数据监测：

本周	上周环比	2022 同期比	高频数据监测
日均股基成交额（亿元）		12,309	中国内地 0.12%
中国香港日均股票成交额（亿港元）		640	-16.63%
-11.43%		两融余额（亿元）	16,175
0.03%	6.98%	基金申购赎回比	0.92
1.33	1.08	开户平均变化率	61.74%
1.81%	14.05%	数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所	

注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额2022同期比为2023年初至今日均相较2022年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022年同期比分别为上周与2022年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：成本端油价下跌，大炼化终端需求偏弱运行

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至2023年05月05日，6家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：桐昆股份（环比+2.19%）、荣盛石化（环比+1.24%）、新凤鸣（环比+0.58%）、恒逸石化（环比-2.22%）、东方盛虹（环比-2.28%）、恒力石化（环比-2.71%）。近一月涨跌幅为恒力石化（环比-3.50%）、东方盛虹（环比-5.61%）、新凤鸣（环比

-5.75%)、恒逸石化(环比-7.75%)、桐昆股份(环比-8.03%)、荣盛石化(环比-9.95%)。【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2729.04 元/吨, 环比减少 128.31 元/吨(环比-4.49%); 国外重点大炼化项目本周价差为 1173.45 元/吨, 环比减少 183.15 元/吨(环比-15.61%), 本周布伦特原油周均价为 76.20 美元/桶, 环比减少 4.45 美元/桶(环比-5.52%)。【聚酯板块】本周聚酯板块价格走低, 聚酯下游价差回暖。本周原油价格下跌, 聚酯板块成本端支撑不足。聚酯产业链的重要中间产品 PTA 两套装置重启, 供给明显增强, 导致本周 PTA 价格大幅降低。PX 受 PTA 市场继续弱势影响, 价格表现不佳。聚酯下游的长丝、短纤市场需求未有好转, 但是在成本走低的影响下, 本周价差有所好转。聚酯下游的瓶片需求表现不佳, 本周价格大幅下跌。【炼油板块】本周成品油市场下行。成本面: 尽管美国原油库存连续三周下降, 但美国银行业危机以及美联储加息政策令投资者对经济前景担忧加重, 本周原油价格下滑, 成本面支撑有限。需求面: 天气继续变暖, 叠加五一假期, 汽油需求较好, 柴油需求继续保持平稳, 煤油需求表现一般。成本需求博弈下, 本周成品油价格出现下跌, 但成品油价差基本保持平稳。国内市场: 本周国内汽油、柴油、航煤周均价分别为 8979.57(环比-166.14)、7891.57(环比-222.57)、7258.29(环比-30.43)元/吨, 折合 177.38(环比-3.43)、155.89(环比-4.53)、143.38(环比-0.72)美元/桶。国内汽油、柴油、航煤与原油价差分别为 5138.05(环比+54.79)、4050.05(环比-1.64)、3416.76(环比+190.50)元/吨, 折合 101.18(环比+1.02)、79.69(环比-0.08)、67.18(环比+3.73)美元/桶。【化工板块】本周化工板块涨跌互现。本周成本端支撑不足, 但多数化工品价格平稳或稍有涨幅。具体来看, 本周 EVA 市场继续下行, 光伏 EVA 及发泡 EVA 价格环比下滑。聚乙烯价格小跌, 但主要是原油导致的成本拖拽, 价差保持平稳。聚丙烯价格平稳, 价差涨幅明显。纯苯及苯乙烯市场表现不佳。丙烯腈价格小涨。PC 价格稳定。MMA 市场价格自上月初以来不断攀升。酚酮产业链价格稳定, 价差好转。风险提示: 1) 大炼化装置投产, 达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

石油石化行业跟踪周报: 原油周报: 美联储加息预期施压原油, 国际油价大跌

投资要点 【油价回顾】本周经济数据疲弱以及美联储加息政策加重市场担忧, 原油价格大幅下跌。周前期, 美国原油库存连续两周下降的影响叠加 OPEC 多国 5 月减产计划即将生效, 盖过了对美国经济衰退的担忧, 同时亚洲能源需求前景向好提振原油, 国际油价上涨。周后期, 尽管美国原油库存水平连续三周下降, 但是美联储可能加息以及中国制造业数据疲软施压原油, 同时美国银行业危机令投资者对经济前景担忧加重。国际油价宽幅走低。【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行: 供给端: 紧张。能源结构转型背景下, 国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏, 资本开支有限, 增产意愿不足; 受制裁影响, 俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降; OPEC+供给弹性下降, 减产托底油价意愿强烈, 沙特控价能力增强; 美国原油增产有限, 长期存在生产瓶颈, 且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端: 增长。今年国内经济恢复, 引领全球原油需求增长, 海外市场或将担心经济衰退引起原油需求下滑。综合国内外来看, 全球原油需求仍保持增长态势。我们认为, 油价出现

大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。【原油价格板块】截止至 2023 年 05 月 05 日当周，布伦特原油期货结算价为 75.30 美元/桶，较上周下降 4.24 美元/桶（环比-5.33%）；WTI 原油期货结算价为 71.34 美元/桶，较上周下降 5.44 美元/桶（环比-7.09%）；俄罗斯 Urals 原油现货价为 50.90 美元/桶，较上周下降 4.83 美元/桶（环比-8.67%）；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 62.99 美元/桶，较上周下降 6.46 美元/桶（环比-9.30%）。【美国原油板块】1）供给端。产量板块：截止至 2023 年 04 月 28 日当周，美国原油产量为 1230 万桶/天，较之前一周增加 10 万桶/天。钻机板块：截止至 2023 年 05 月 05 日当周，美国活跃钻机数量为 588 台，较上周减少 3 台。压裂板块：截止至 2023 年 05 月 05 日当周，美国压裂车队数量为 282 部，较上周减少 12 部。2）需求端。截止至 2023 年 04 月 28 日当周，美国炼厂原油加工量为 1573.5 万桶/天，较之前一周减少 9.8 万桶/天，美国炼厂原油开工率为 90.70%，较之前一周下降 0.6pct。3）原油库存。截止至 2023 年 04 月 28 日当周，美国原油总库存为 8.25 亿桶，较之前一周减少 328.5 万桶（环比-0.40%）；商业原油库存为 4.6 亿桶，较之前一周减少 128.1 万桶（环比-0.28%）；战略原油库存为 3.65 亿桶，较之前一周减少 200.4 万桶（环比-0.55%）；库欣地区原油库存为 3361.0 万桶，较之前一周增加 54.1 万桶（环比+1.64%）。4）成品油库存。截止至 2023 年 04 月 28 日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 22287.8、1634.7、11032.3、4160.5 万桶，较之前一周分别+174.2（环比+0.79%）、-13.0（环比-0.79%）、-119.0（环比-1.07%）、+82.3（环比+2.02%）万桶。【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）、石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

通用自动化 2022 年报&2023 年一季报总结：行业复苏在即，看好自主可控进阶的机床板块

工业自动化行业短期承压。我们选取 10 家工业自动化标的，包括【埃斯顿】【汇川技术】（东吴电新组覆盖）【埃夫特】【新时达】【拓斯达】【机器人】【怡合达】【绿的谐波】【国茂股份】【中大力德】进行分析。2022 年&2023Q1 工业自动化行业实现营收 464.3 和 102.2 亿元，分别同比+19%和+8%；实现归母净利润 46.0 和 11.3 亿元，分别同比+7%和 20%。具体来看板块分化较为严重：①核心零部件：如绿的谐波、中大力德等，受行业整体波动影响较大，利润增速出现较大下滑；②工业机器人：例如埃斯顿、汇川技术等，虽然整体行业景气较低，但龙头企业通过积极布局需求旺盛的新能源赛道，业绩增速位于板块前列。看好“自主可控”进阶的机床行业。我们选取 9 家机床行业标的，包括【国盛智科】【科德数控】【创世纪】【海天精工】【浙海德曼】【秦川机床】【ST*沈机】【日发精机】【纽威数控】【宇环数控】进行分析。2022 年&2023Q1 九家机床企业实现营收 196 和 47 亿元，分别同比-5%和-6%；利润端其中 7 家机床企业（除日发精机、ST 沈机）

实现归母净利润 17.0 和 4.6 亿元，分别同比+1.9%和 1%。利润端增速高于收入端，主要系行业毛利率维持高位，下行周期头部企业加强费用管控。展望未来，我们认为机床行业将迎来结构性机遇，在航天军工、出口等高景气下游布局完善的龙头企业将赢得先机。此外在自主可控重要性逐步凸显的背景下，建议关注数控系统等核心零部件环节和老牌机床央国企。看好产能扩张&国产替代加速的刀具龙头。我们选取 4 家刀具行业标的，包括【华锐精密】【欧科亿】【中钨高新】【厦门钨业】进行分析，2022 年合计实现营收 54.6 亿元，同比+8.8%。盈利端以华锐精密与欧科亿为代表，2023Q1 归母净利润分别同比-39%和+5%，低于行业收入增速，主要系盈利能力下滑。一方面，受疫情和原材料涨价影响，行业毛利率有所下滑；另一方面，行业期间费用率也有提升，主要受股份支付费用等因素影响。投资建议：工业自动化推荐【国茂股份】【埃斯顿】【怡合达】【绿的谐波】；刀具推荐【欧科亿】【华锐精密】【新锐股份】；机床行业推荐【科德数控】【海天精工】【纽威数控】【国盛智科】，建议关注【华中数控】【秦川机床】；注塑机行业推荐【伊之密】 风险提示：行业景气度不及市场预期；零部件断供风险；大宗商品涨价风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

汽车行业跟踪周报：4 月第四周乘用车批发销量同比+99%，优选客车！

投资要点 每周复盘：汽车行业各子板块/公司 22Q4/23Q1 业绩分化加速。SW 汽车下跌 0.8%，跑输大盘 1.1pct。子板块涨跌互现。申万一级 31 个行业中，本周汽车板块排名第 18 名，排名居中。估值上，自 2011 年以来，SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 80%/70%位，分位数环比上周-1pct/-1pct；SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 68%/23%分位，分位数环比上周-3pct/-1pct；SW 商用载客车的 PE/PB 分别处于历史 84%/54%分位，分位数环比上周-10pct/+4pct；SW 商用载货车的 PE/PB 分别处于历史 96%/68%分位，分位数环比上周+0%/+7%。基本面跟踪：1) 乘用车景气度跟踪：周度销量：乘联会周度数据口径：4 月第四周批发日均 10.9 万辆，同比+99%，环比-8%。3 月狭义乘用车产量实现 207.9 万辆（同比+13.8%，环比+24.9%），批发销量实现 198.7 万辆（同比+9.3%，环比+22.9%）。库存：3 月乘用车行业整体企业库存+9.2 万辆，3 月乘用车行业渠道库存+9.8 万辆。2) 重卡景气度跟踪：4 月销量同比高增，3 月产批零同环比增长，出口继续爆发。4 月重卡销量 8 万辆，同环比+83%/-31%。3 月重卡整体产量为 11.86 万辆，同环比+27.3%/+51.0%；批发量为 11.54 万辆，同环比+50.4%/+49.6%；终端销量为 7.64 万辆，同环比+38.4%/+29.9%；出口 1.21 万辆，同环比+33.5%/-4.6%。3) 客车景气度跟踪：产批零同环比增长，出口持续复苏。3 月客车整体产量为 4.75 万辆，同环比+33.4%/+39.8%；批发量为 4.52 万辆，同环比+20.6%/+35.6%；终端销量为 3.43 万辆，同环比+28.3%/+17.8%；出口 9083 辆，同环比+60.2%/+26.1%。4) 上游成本：原材料价格小幅上涨。本周（5.1-5.7）环比上周（4.24-4.30）乘用车总体原材料价格指数-2.03%，玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别-3.42%/-1.53%/-2.50%/-0.63%/-2.04%。个股基本面更新：多家公司发布 2023 年一季报，其中：超预期【比亚迪/长安/上汽/宇通/金龙/福耀/重汽/中集】，符合预期【广汽/赛力斯/江淮/德赛西威/伯特利/旭升/保隆科技/华域/继峰/岱美/星宇/新泉/银轮/亚太】，低于预期【文灿/爱柯迪/中鼎/经纬恒润/沪光/长华】。投资建议：2023 切换之年，感性与理性需平衡。莫困于价格战，寻找新中期成长逻辑（大出口+AI 智

能化)。综合基本面和估值，子板块排序目前依然是：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：大周期的起点。符合【中特估】大方向，且是大汽车板块率先走出【国内国外共振】逻辑，未来三年有望迎来【量价利估值】齐升。龙头【宇通客车】率先受益，龙二【金龙汽车】有望跟随。2) 重卡板块：传统重卡国内迎小周期复苏阶段，【出口爆发+新能源转型】是投资核心主线。出口持续爆发，核心关注【中国重汽 A+H】。新能源转型，核心关注【中集车辆+汉马科技】。逆周期布局，份额提升强 α 属性【潍柴动力 A+H】。3) 两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。核心受益：雅迪/爱玛。4) 乘用车/零部件板块：国内价格战的影响仍需消化。电动化进入内卷时代，AI 智能化导入期，出口持续超预期。【国内国外共振】仍需时间，或 2023 下半年出现好的布局点(整车优选智能化领先者/零部件优选特斯拉出海标的及 AI 智能化受益者)。自下而上纯 α 品种【中国汽研】(中特估大方向+汽车检测平台)。风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车产销低于预期

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇 研究助理：谭行悦 研究助理：杨惠冰)

医药生物行业跟踪周报：二季度医药战略性配置四大方向，创新中药、品牌中药位居首位

投资要点 五一后两个交易日、年初至今医药指数涨幅分别为-0.77%、0.63%，相对沪指的超额收益分别为-0.47%、-3.12%；本周中药、医药商业等股价涨幅较大，原料药、医疗服务及生物制品等股价跌幅相对大；本周涨幅居前赛诺医疗(+22.25%)、中新药业(+16.27%)、江中药业(+12.38%)，跌幅居前宣泰医药(-18.86%)、达安基因(-18.16%)、博拓生物(-13.99%)。涨跌表现特点：医药板块大小市值个股齐跌；一季报业绩超预期的中药个股涨幅明显，尤其是太极集团、达仁堂、华润三九等。 二季度很可能是战略布局医药板块最好时间点：其一 Q2 季度医药板块增速快 2023 年依然高成长；其二集采对方药及器械影响基本结束，随着新产品获批开始进入增量；其三医药板块估值比较具有吸引力，仅有中药板块出现显著超额收益。目前东吴医药团队重点看好四大方向：高增长的创新中药及品牌中药，重点推荐方盛制药、康缘药业、佐力药业、太极集团、同仁堂、片仔癀；消费医疗，重点推荐普瑞眼科、华夏眼科及济民医疗等；创新药，重点推荐恒瑞医药、荣昌生物、康宁杰瑞等；医疗器械，重点惠泰医疗、春立医疗、三诺生物等。 23Q1 中药板块业绩超预期，国企改革主线迎来业绩+估值双击：23Q1 中药板块整体业绩持超预期。其一，22Q4 部分感冒、抗感染类药物需求暴增，部分订单于 23Q1 交付，24 家涉及相关药品企业 22Q4 合同负债环比涨幅均超过 250%，并于 23Q1 快速下降，但仍高于 22Q3 水平，我们认为 23Q2 仍有少量订单待交付；其二，近年来国企改革提质增效效果显著，并于 22Q4/23Q1 体现到业绩上，中药国企迎来业绩+估值双击。 诺和诺德递交 icodec 用于治疗 1 型和 2 型糖尿病的上市申请；恒瑞医药 1 类新药 HRS9531 注射液已获批临床，用于减重；信达生物的 KRAS G12C 抑制剂 GFH925 拟纳入突破性疗法；5 月 4 日，诺和诺德在 2023Q1 财报中表示，已于今年 4 月在美国、欧盟和中国递交 icodec 用于治疗 1 型和 2 型糖尿病的上市申请。此次上市申请主要是基于 6 项 III 期 ONWARDS 研究的积极结果；5 月 5 日，CDE 官网显示，恒瑞医药 1 类新药 HRS9531 注射液已获批临床，用于减重。据公开消息，HRS9531 是一款靶向 GLP-1R 和 GIPR 的在研新药；5 月 4 日，CDE 官网显示，信达生物的 KRAS G12C 抑制剂 GFH925 拟纳入突破性疗法，用于治疗至少接受过两种系统性

治疗的 KRASG12C 突变型晚期结直肠癌患者。 具体配置思路：1) 中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；2) 优质仿制药领域：信立泰、恩华药业、京新药业等；3) 创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽景制药-U 等；4) 消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；5) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；6) 其它消费医疗：三诺生物，建议关注我武生物等；7) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；8) 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；9) 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；10) 血制品领域：天坛生物、博雅生物等。 风险提示：

(证券分析师：朱国广)

电力设备行业深度报告：光伏主链和逆变器业绩持续靓丽、风电整机承压零部件好转

投资要点 新能源：1) 行业整体盈利持续增长，光伏 2023Q1 归母净利润创历史新高：全行业 2022 年营收 15,941.18 亿元，同增 39.55%，归母净利润 1,554.24 亿元，同增 77.74%。光伏板块 22 年营收 10,736.79 亿元，同增 75.64%，归母净利润 1,241.51 亿元，同增 92.93%。风电板块 2022 年营收 2,670.78 亿元，同减 4.81%，归母净利润为 216.99 亿元，同减 3.45%。核电板块 2022 年营收 2,533.61 亿元，同增 1.15%；归母净利润 95.74 亿元，同增 1442.38%。全行业 2023Q1 收入 3,717.19 亿元，同增 20.07%，归母净利润 467.07 亿元，同增 33.55%；光伏板块 2023Q1 营收 2,708.64 亿元，同增 37.81%，归母净利润 374.51 亿元，同增 55.67%；风电板块 2023Q1 营收 465.66 亿元，同减 15.06%，归母净利润 45.90 亿元，同减 32.65%；核电板块 2023Q1 营收 562.19 亿元，同减 3.45%，归母净利润 46.65 亿元，同增 13.79%。2) 2022 年毛利率下降、归母净利率上升，2023Q1 毛利率、归母净利率上升。2022 年，全行业 106 家公司的毛利率为 22.01%，同减 0.34pct。2023Q1，全行业毛利率为 24.36%，同增 1.20pct。2022 年，全行业归母净利率为 9.75%，同增 2.09pct。2023Q1，归母净利率为 12.50%，同增 1.17pct。3) 全行业应收款、预收款、存货均环比增加：2023Q1 末应收账款为 3,361.26 亿元，环比+8.04%。预收款项 1,960.10 亿元，环比+6.62%。存货 3,818.56 亿元，环比+12.46%。2022 年行业现金净流入增多、2023Q1 行业现金净流出增多。2023Q1，全行业经营性现金净流出 195.95 亿元，同增 14.14%，系风电行业现金流出增加所致。光伏板块：光伏分化明显，龙头恒强：1) 2022、2023Q1 龙头企业增长持续，硅料价格下行下利润向下游传导，各环节盈利改善：2022 年光伏板块收入、归母净利润同比增长 76.76%、93.60%，2023Q1 光伏板块收入、归母净利润同比增长 37.81%、55.67%。2022 年/2023Q1 全行业毛利率 21.96%/24.01%，同比-0.54pct/+1.70pct。2022 年/2023Q1 全行业归母净利率 11.56%/13.83%，同增 1.01pct/1.59pct；石英砂供给紧缺下涨价带来最大业绩弹性，电池盈利同比明显修复，逆变器持续高增。2022 年归母净利润增速看：电池>石英坩埚>金刚线>组件>逆变器>硅料>支架>银浆>设备>硅片>其他辅材>玻璃>EPC>胶膜。2023Q1 归母净利润增速看：石英坩埚>电池>逆变器>组件>支架>设备> EPC>金刚线>硅片>银浆>硅料>玻璃>其他辅材>胶膜。细分各环节看，景气度明显分化：硅料：2023Q1 价格坚挺程度超预期，预计后续单吨盈利收缩。龙头通威股份（2023Q1 归母净利润 86.01 亿元，同增 65.69%）延伸业务至组件端，加大一体化布局。受益硅价下跌速度较慢，盈利表现超预期，延伸业务至组件端，加大一体化布局。石英坩埚：石英砂供给较为紧张下盈利快速上行。欧晶科技（2023Q1 归母净利润 1.72 亿

元, 同增 292.13%)、石英股份 (2023Q1 归母净利润 8.21 亿元, 同增 839.62%) 所以石英砂紧缺, 价格大幅上涨, 瓜分超额收益, 我们认为高纯石英砂紧缺将持续全年, 明后年随海外龙头产能扩张, 盈利将有所下行。硅片: 硅价下行, 坩埚供给紧缺下盈利坚挺。TCL 中环 (2023Q1 归母净利润 22.53 亿元, 同增 71.90%) 单瓦净利约 1 毛, 成本优势与石英砂保供下, 龙头地位稳固, 隆基绿能 2023Q1 归母净利润 36.37 亿元, 同增 36.55% (Q1 硅片单瓦盈利承压, Q2 预计修复), 双良节能 (2023Q1 归母净利润 5.02 亿元, 同增 315.06%), 弘元绿能 (2023Q1 归母净利润 6.67 亿元, 同增 3.36%)。电池: 硅片价格坚挺, 2023Q1 单瓦盈利环比有所承压, 同比高增。爱旭股份 (2023Q1 归母净利润 7.02 亿元, 同增 208.32%), 钧达股份 (2023Q1 归母净利润 3.54 亿元, 同增 1535.94%), 2023Q2 随硅片降价及 N 型出货占比提升, 盈利有望持续修复。组件: 需求旺盛, 硅价下行+美国高盈利, 业绩表现亮眼。晶澳科技 (2023Q1 归母净利润 25.82 亿元, 同增 244.21%) 单瓦净利约 0.19 元, 环增 1 分, 隆基绿能 2023Q1 归母净利润 36.37 亿元, 同增 36.55% (Q1 硅片单瓦盈利承压, Q2 预计修复), 晶科能源 (2023Q1 归母净利润 16.58 亿元, 同增 313.36%) 单瓦净利约 0.13 元, 环增 3 分。天合光能 (2023Q1 归母净利润 17.68 亿元, 同增 225.43%) 单瓦盈利约 0.11 元, 环增 2 分, 硅片产能落地将逐步提升一体化率。逆变器: 持续受益储能高增, 模块紧缺下大机盈利上行。阳光电源 (2023Q1 归母净利润 15.08 亿元, 同增 266.90%) IGBT 模块紧缺, 光伏以及储能大机盈利上行; 德业股份 (2023Q1 归母净利润 5.89 亿元, 同增 345.64%) 2023Q1 毛利率坚挺表现亮眼, 全年储能出货上调至 80 万台; 固德威 (2023Q1 归母净利润 3.36 亿元, 同增 3473.72%) 2022Q1 盈利低基数, 储能出货同比高增, 费用率逐步改善。锦浪科技 (2023Q1 归母净利润 3.24 亿元, 同增 97.27%) 储能同比持续高增, 禾迈股份 (2023Q1 归母净利润 1.76 亿元, 同增 102.08%)、昱能科技 (2023Q1 归母净利润 1.18 亿元, 同增 282.91%) 微逆同比持续高增, 毛利率坚挺, 但受德国规格调整影响全年出货略有下调, 长期看渗透率持续提升。玻璃: 2023Q1 玻璃价格低位, 盈利承压。福莱特 (2023Q1 归母净利润 5.11 亿元, 同增 17.11%) 盈利承压, 需求旺盛下 4 月涨价 0.5-1 元/平, 下半年需求旺盛, 供需有望持续改善。胶膜: 高价粒子库存仍有影响, 价格未能顺利传导成本上涨, 一季度盈利承压。龙头福斯特 (2023Q1 归母净利润 3.64 亿元, 同增 7.46%) 二月起价格逐渐上涨, 盈利逐步修复, 22H2 随 N 型放量带来 POE 类需求高增, 出货结构优化, 盈利有望修复。银浆: N 型技术推动量利双升。聚和材料 (2023Q1 归母净利润 1.24 亿元, 同增 19.70%)、帝科股份 (2023Q1 归母净利润 0.86 亿元, 同增 370.75%)、苏州固锝 (2023Q1 归母净利润 0.23 亿元, 同降 61.35%) 受益 TOPCon 新产品放量, 盈利结构性改善。风电板块: 整机盈利承压、零部件分化明显。1) 2022 年风电板块营收、盈利同比下降: 2022 年营收 2670.78 亿元, 同降 4.81%, 归母净利润 216.99 亿元, 同降 3.45%。2022/2023Q1 毛利率 19.53%/21.88%, 同降 1.92%/1.15%; 归母净利率 8.12%/9.86%, 同增 0.11%/同降 2.57%。2) 整机盈利承压。金风科技 2022 年营收 464.37 亿元, 同降 8.17%, 归母净利润 23.83 亿元, 同降 31.05%; 2023Q1 营收 55.65 亿元, 同降 12.83%, 归母净利润 12.35 亿元, 同降 2.42%。2022 年风机毛利率下滑, 制造业务出现亏损, 降本控费持续推进, 预计 2023Q2 出现拐点。明阳智能 2022 年营收 307.5 亿元, 同增 13%; 归母净利润 34.6 亿元, 同增 9.4%。其中 2022Q4 归母净利-1.1 亿元, 同/环比-112%/-110%, 主要系投资收益为负拖累。2023Q1 风机毛利率

5%，同降 21pct，主要系海风交付大幅下滑以及陆风价格成本短期错配，预计 2023Q2 改善在即。三一重能 2022 年营收 123.3 亿元，同增 21%；归母净利 16.5 亿元，同增 2.8%。2023Q1 营收 15.64 亿元，同/环比-23.7%/-73.8%；归母净利 4.82 亿元，同/环比-19.2%/-20.3%。2022 年陆风价格持续下行，公司风机毛利率保持 23.25%，高于行业平均。2023Q1 毛利率 29%，同/环比+3.1pct/+8.2pct，预计风机制造毛利率环比基本持平，成本控制能力优越。2023Q1 利润同比下滑主要系交付节奏前低后高，放量在即。3) 海缆环节营收、盈利同比下滑，主要系 2022 年海风小年交付量下降。龙头东方电缆 2022 年营收 70.09 亿元，同降 11.6%；归母净利润 8.42 亿元，同降 29.1%；2023Q1 营收 14.38 亿元，同降 20.8%，环增 7.0%；归母净利润 2.56 亿元，同降 8.1%，环增 141.1%，毛利率 30.96%，同增 3.8pct，环增 13.8pct；主要系青洲一二超高压海缆部分交付。中天科技受海风项目进度影响，2022 年营收 402.71 亿元，同降 12.76%，其中海洋系列营收 73.23 亿元，同降 22.26%；2023Q1 营收 82.75 亿元，同降 10.92%。4) 塔筒海桩环节 2022 年盈利分化，2023Q1 同比改善。泰胜风能基于出口优势，2022 年利润逆市增长，2023Q1 毛利率超预期。2022 年公司营收 31.3 亿元，同降 18.8%；归母净利润 2.75 亿元，同增 6.3%。2023Q1 归母净利润 0.91 亿元，同比+45%，毛利率 22.1%，同比+7pct，环比+3pct。天顺风能 2022 年营收 67.4 亿元，同降 17.5%；归母净利 6.3 亿元，同降 52.0%。2023Q1 营收 13.6 亿元，同增 87%，归母净利 2.0 亿元，同增 507%。海力风电 2022 年营收 16.3 亿元，同降 70.2%；归母净利 2.05 亿元，同降 81.6%。2023Q1 营收 5.0 亿元，同增 227%；归母净利润 0.8 亿元，同增 7.2%。大金重工 2022 年营收 51.06 亿元，同增 15.21%，归母净利润 4.50 亿元，同降 22.02%。2023Q1 营收 8.55 亿元，同降 8.44%，归母净利润 0.75 亿元，同增 19.97%。5) 零部件板块分化明显。铸件龙头日月股份 2022Q4&2023Q1 毛利率持续修复。2022Q4 营收 15.4 亿元，同/环比+26%/+20%；归母净利润 1.74 亿元，同/环比+79%/+156%；毛利率 18.1%，同/环比+6.3pct/+6.2pct。2023Q1 营收 10.7 亿元，同/环比+9.3%/-30.3%；归母净利润 1.3 亿元，同/环比+120%/-24%；毛利率 20.4%，同/环比+11.7pct/+2.3pct。锻件龙头金雷股份 2022Q4 归母净利润 1.17 亿元，同/环比+32.4%/持平，毛利率 33.0%，同/环比+4.0pct/+3.2pct。2023Q1 毛利率 34.46%，同/环比+7.5pct/+1.43pct。轴承国产化龙头新强联 2022/2023Q1 归母净利润分别同降 38.54%/54.63%。变流器龙头禾望电气 2022/2023Q1 归母净利润分别同降 4.69%/同增 17.17%。叶片龙头中材科技 2022/2023Q1 归母净利润分别同增 4.08%/同降 43.01%。时代新材 2022/2023Q1 归母净利润分别同增 96.51%/40.47%。6) 现金流。2022 年风电板块经营性现金流量净流入 185.06 亿元，同降 21.64%。2023Q1 净流出 167.51 亿元，小幅下滑。7) 2023Q1 应收账款、预收账款小幅增长，存货有所下降。2023Q1 末应收账款为 1040.70 亿元，环增 4.73%。预收款项 293.11 亿元，环增 14.75%。存货-167.51 亿元，环降 147.44%。投资建议：随硅料新产能投放，硅价稳步下行，2023 年光伏各环节排产逐月提升，国内装机及海外出口数据表现亮眼，组件、储能逆变器等环节受益硅价下行和规模效应毛利率明显改善，超额收益向石英坩埚、硅片、大型光储逆变器等新紧缺环节转移，下半年旺季到来，叠加新技术渗透率提升，储能、组件及辅材等板块盈利上涨动力较强。国内大基地项目逐渐启动，分布式安装加速，海外欧洲光储装机动力依然强劲，美国高盈利市场，组件通关边际向好，我们预计 2023 年全球需求保持 45%以上增长，继续看好光伏板块成长。继续看好逆变

器、组件、新技术方向，以及部分辅材龙头。重点推荐：逆变器（阳光电源、德业股份、固德威、禾迈股份、锦浪科技、科士达、昱能科技，关注盛弘股份），组件（晶澳科技、隆基绿能、天合光能、晶科能源，关注阿特斯、东方日升、横店东磁、亿晶光电），新技术龙头（晶科能源、钧达股份、爱旭股份），和格局稳定的各环节龙头（福斯特、通威股份、福莱特、美畅股份、TCL 中环、海优新材、大全能源，关注聚和材料、通灵股份、宇邦新材、快可电子等）。陆风平价新周期，前期大量招标将带动 23 年装机高增；海上风电成长赛道，23 年装机翻倍增长，新一轮竞配和招标开启行业高景气。重点推荐：海缆（东方电缆），塔筒&管桩（泰胜风能、天顺风能、海力风电、大金重工）、铸锻件（日月股份、金雷股份），整机（三一重能、明阳智能、金风科技）。风险提示：行业竞争加剧、电网消纳问题限制、新技术拓展不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

双碳环保日报：川渝联合印发征集工业领域低碳技术&装备&产品的通知，聚焦节能节水等领域

投资要点 重点推荐：美埃科技，凯美特气，国林科技，金科环境，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，卓越新能。 工信部组织开展 2023 年度工业节能监察工作，严格能效约束。4 月 21 日，工信部发布关于组织开展 2023 年度工业节能监察工作的通知，进一步严格能效约束，推动重点行业领域节能降碳、降本增效。在 2021、2022 年工作基础上，对钢铁、焦化、铁合金、水泥（有熟料生产线）、平板玻璃、建筑和卫生陶瓷、有色金属（电解铝、铜冶炼、铅冶炼、锌冶炼）、炼油、乙烯、对二甲苯、现代煤化工（煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇）、合成氨、电石、烧碱、纯碱、磷铵、黄磷等 17 个行业企业，开展行业强制性能耗限额标准、能效标杆水平和基准水平，原则上十四五前三年对本地区上述行业企业实现节能监察全覆盖。 欧洲议会批准碳关税，倒逼出口企业绿色转型。4 月 18 日，欧洲议会批准“Fit for 55”2030 一揽子气候计划中数项关键立法，包括碳排放交易系统（ETS）的修订；碳边界调整机制（CBAM）；社会气候基金法（SCF）。此次欧洲议会通过后碳关税还需要在欧盟理事会继续商讨，最终在《欧盟官方公报》上发布，并在发布 20 天后生效。CBAM 政策的实施将倒逼国内出口企业绿色转型，降低生产过程中的碳排放。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！环卫装备月报：2023M1-3 环卫新能源销量同增 27%，渗透率同比提升 2.01pct 至 6.84%；九丰能源：清洁能源盈利稳定，一主两翼格局布局完善；锂电回收周报：锂价&折扣系数下行再生盈利企稳，双碳政策下再生材料重要性提升，回收渠道推进。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)

国防军工行业+公司首次覆盖：军用雷达产业链深度报告：数字化集成化双维迭代，“战争之眼”发展迅速

投资要点 信息化战争之眼，向千亿市场规模迈进。历经百年，雷达在目标多样化、环境复杂化和任务多元化三大外部环境因素推动下迭代更新，保持向多功能、数字化方向的整体发展趋势，工作平台向临近空间和空间平台延伸。同时雷达体制演化，工作频段拓展、带宽增大，装备隐蔽性加强，抗干扰和反隐身性能改善。我国军用雷达市场迅速发展，预计 2025 年市场规模达到 573 亿元，保持 10+% 的高速增长率扩张。目前主流雷达技术为相控阵雷达，其中 T/R 组件作为核心部件起重要作用。未来向高集成化和数字化方向发展。现代化战场环境复杂多变，对雷达的电子对抗、电子进攻、以及侦察精度提出更高要求，雷达系统性能在攻防对抗中螺旋上升，整机和核心组成部分的 T/R 组件往大功率和高频段方向进行发展。数字化相控阵雷达正在替代传统模拟阵雷达，提升干扰/抗干扰和多目标跟踪等功能，雷达装备内部结构的变化给上游 ADC/DAC 等芯片增加数十倍的需求；此外 SIG 系统封装技术以及 3D 堆叠异构模型大大降低雷达体积和成本，提升集成度，有望拓展更多应用领域。充分受益下游放量和装备迭代。平台放量和装备升级给雷达带来量和质的双重发展。机载方向，有老机型的更新换代和新一代机型的快速列装；舰载领域，航母数量逐渐增加，构建以 055/052D 驱逐舰为核心的航母战斗群，导弹等进攻性武器的发展对雷达提出高需求。另外路基雷达、天基雷达、车载雷达、电子对抗等方向，均是信息化战争的重要一环，在“能打仗，打胜仗”的要求下，呈现高质量规模放量的趋势。上下游两端齐发力，上游半导体技术突破，下游军贸拓展共同助力雷达产业持续扩张。新型雷达产业发展与新一代半导体产业高度绑定，半导体元器件系有源相控阵雷达发展的基础条件，国产替代的推动下，其市场扩张迅速，有力带动下游雷达产业发展。俄乌战争爆发后，全球军贸市场将迎来重大变局，我国目前军贸份额还比较低，有望依托雷达等明星产品抢占更多市场份额。推荐标的：考虑到雷达行业高景气度，重点推荐以下标的：1) 振芯科技：数字阵雷达核心标的；2) 盛路通信：雷达信号变频芯片主要供应商；3) 铖昌科技：天基雷达 TR 芯片龙头；4) 臻镭科技：军用 ADC 芯片正向设计领先供应商。风险提示：1) 外界因素导致公司产能释放不及预期；2) 军品降价带来毛利率下降；3) 新型装备换装速度不及预期。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 钱佳兴 研究助理: 许牧)

推荐个股及其他点评

诺唯赞 (688105): 2022 年报&2023 年一季报点评: 新冠资产出清, 有望迎来困境反转

投资要点 事件: 2023 年 4 月 26 日晚诺唯赞发布 2022 年度&2023 年一季度报告, 2022 年公司营收 35.69 亿元(+90.99%), 归母净利润 5.94 亿元(-12.39%), 扣非归母净利润 5.97 亿元(-7.28%); 2023Q1 营收 3.02 亿元(-69.02%), 归母净利润-5062 万元(-111.74%), 扣非归母净利润-7513 万元(-118.21%)。段落提要: 2022 年公司常规业务营收 10.14 亿元(+41.03%), 其中生命科学营收约 6.94 亿元(+30%), 生物医药营收约 2 亿元(+106%), 体外诊断营收 1.2 亿元(+35%), 我们估计新冠业务营收约 25 亿元。2022 年公司利润下滑主要系①人员由 2380 人大幅扩张至 4096 人, 相关费用亦大幅增涨; ②受新冠产品价格波动影响, 综合毛利率下降 12.3pct; ③新冠相关资产计提减值 4.85 亿元。2023Q1 常规业务营收 2.69 亿元(+24.5%), 有所恢复, 利润为负主要系①抗原物料计提减值 5800 万元(截至 Q1 末我们认为公司新冠资产已基本出清); ②人员费用压力犹在, 收入受疫情影响不及预期下三费同比增长 21%, Q1 末人员减少约 800 人, Q2 始轻装上阵。号我们认为公司外部经营环境发生较大改变, 在经营调整过程中价值易被低估。我们当前观点主要为: ①诺唯赞主营业务分子试剂行业空间大增速快, 且处于国产替代关键期, 公司市占率仅为 5%左右, 仍有较大成长空间; ②公司虽新冠受益, 但疫情三年高校科研严苛防疫政策亦使公司无法发挥直销优势, 公司销售人员数量与相关投入远超竞争对手, 2023 年正常化后业绩有望超预期(从 Q1 常规业务增速来看表现优于大部分同行业公司), 巩固龙头地位; ③公司 2019-2022 年研发费用 CAGR 高达 85%, 各项业务均有较大进展, 叠加合成生物学、实验室耗材等横向新业务拓展以及海外市场开拓, 未来增长动能充足。盈利预测与投资评级: 由于公司经营环境发生较大改变, 经营策略有所调整, 我们将公司 2023-2024 年营收预期由 25.16/26.72 亿元调整为 14.5/19.8 亿元, 归母净利润由 9.4/8.0 亿元调整为 2.5/5.0 亿元, 预计 2025 年营收 27.4 亿元, 归母净利润 7.4 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 56/28/19x, 维持“买入”评级。风险提示: 新业务拓展不及预期; 市场竞争加剧; 下游景气度下降等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明 研究助理: 张坤)

华致酒行 (300755): 2023 年一季报点评: 利润率承压, 静待精品酒恢复

投资要点 事件: 公司发布 2023 年一季报。公司 2023Q1 实现收入 37.4 亿元, 同比+5.3%; 归母净利润 1.01 亿元, 同比-59.3%; 扣非净利润 1.00 亿元, 同比-59.2%。公司收入符合预期, 但利润率仍然承压。毛利率端承压, 精品酒有待恢复: 2023Q1 公司毛利率为 10.27%, 同比-5.0pct; 净利率为 2.79%, 同比-4.27pct。公司品类结构中精品酒的利润率远高于用于引流的标准品酒。本季度公司利润率的下滑, 表明标准品酒表现稳健, 但精品酒仍有恢复空间。我们认为随着疫情放开后商务宴请等场景的消费恢复以及公司品鉴会的恢复, 精品酒有望进一步修复。费用及现金流管控情况良好: 2023Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 5.37%/1.30%/0.29%, 同比+0.09/+0.13/+0.19pct, 财务费

用的提高主要是利息费用开支增加所致。2023Q1 公司经营活动净现金流为 4.86 亿元，相比去年同期的 15 万元有明显增长，现金流管控情况良好。随渠道网络不断完善、精品酒产品矩阵不断丰富，看好公司疫后复苏的弹性：产品端，近期公司与酒鬼酒等厂家战略合作发布金酒鬼丰富精品酒产品矩阵；现有主力精品酒荷花推出新品红莲老荷花及“清花系列”，产品结构不断丰富。渠道端，公司持续扩展酒行、KA、零售网点、团购等线下渠道，2022 年销售人员达 1928 人（增长 681 人），并逐步完成从“华致酒库”、“华致名酒库”到“华致酒行”的品牌升级工作，在一二线城市大力发展优质旗舰店，夯实渠道实力。盈利预测与投资评级：公司是国内领先的名酒流通渠道企业，拥有领先的精品酒经营能力，随着 2023 年疫后消费复苏，有较强的复苏弹性。考虑到 Q1 精品酒仍在恢复过程中，我们将公司 2023~24 年归母净利润从 6.8/ 9.9/ 11.2 亿元下调至 5.7/ 9.4/ 11.2 亿元，同比 +56%/ 64%/ 19%，对应 5 月 5 日收盘价为 20/ 12/ 10 倍 P/E，估值处于公司上市以来较低水平，维持“买入”评级。风险提示：精品酒恢复不及预期，门店扩张不及预期等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：阳靖）

华大九天（301269）：2022 年年报和 2023 年一季报点评：产品矩阵不断补全，EDA 龙头地位稳固

事件：2023 年 4 月 27 日，公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 7.98 亿元，同比增长 37.76%；归母净利润 1.86 亿元，同比增长 33.17%；扣非归母净利润 0.32 亿，同比减少 40.48%。2023 年一季度，公司实现营收 1.60 亿元，同比增长 64.17%；归母净利润 0.21 亿元，同比增长 101.71%。业绩符合市场预期。投资要点
 营收净利润双创历史新高，EDA 业务增长迅速：2022 年公司业绩快速增长，创下营收及净利润历史新高。2022 年，公司毛利率 90.25%，同比增长 0.89pct。分业务来看，EDA 软件销售收入 6.78 亿元，同比增长 39.37%；技术开发服务收入 0.90 亿元，同比增长 9.59%；硬件、代理软件销售收入 0.31 亿元，同比增长 170.59%。龙头地位稳固，国产 EDA 市场份额超 50%：EDA 业务拆分来看，2022 年，公司全流程 EDA 收入 4.88 亿元，同比增长 37.84%；数字电路设计 EDA 收入 1.19 亿元，同比增长 36.18%；晶圆制造 EDA 收入 0.71 亿元，同比增长 50.07%。截至 2022 年底，华大九天拥有约 600 家国内外客户，在 EDA 领域本土企业国内市场份额占比保持在 50%以上。研发投入不断加大，产品矩阵不断补全：2022 年公司研发费用 4.87 亿元，占营业收入的 60.98%，同比增长 8.41pct，主要用于集成电路设计及制造领域的 EDA 工具研发。2022 年，公司推出光刻掩模版布局设计工具 Mage、IBIS 模型建模工具 Demeter 等新工具。截至 2022 年 12 月 31 日，公司共拥有已授权专利 237 项，已获软件著作权 106 项。公司现拥有“EDA 国家工程研究中心”、“国家企业技术中心”和“博士后科研工作站”。2022 年 8 月，公司被认定为国家级第四批专精特新“小巨人”企业。盈利预测与投资评级：EDA 是半导体产业“卡脖子”重要环节，华大九天是国产 EDA 龙头企业，随着 EDA 国产化不断加快，公司有望迎来快速发展。基于此，我们上调 2023-2024 年归母净利润为 2.52(+0.04) / 3.35(+0.10) 亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 4.36 亿元，维持“买入”评级。风险提示：1) 行业竞争加剧；2) 新产品研发进度不及预期；3) 政策支持力度不及预期。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰）

景嘉微（300474）：2022 年年报和 2023 年一季报点评：下游景气度恢

复，国产 GPU 龙头高增可期

事件：2023 年 4 月 25 日，公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年，公司实现营收 11.54 亿元，同比增长 5.56%；归母净利润 2.89 亿元，同比减少 1.29%；扣非归母净利润 2.60 亿元，同比增长 1.52%。2023 年一季度公司实现营收 0.65 亿元，同比减少 81.98%；归母净利润-0.71 亿元，同比减少 191.44%；扣非归母净利润-0.82 亿元，同比减少 212.63%。业绩符合市场预期。

投资要点 大力研发增强核心技术优势，内控体系不断完善：公司 2022 年研发投入 3.12 亿元，同比增长 23.40%，研发费用率 27.07%，同比增长 3.91pct，主要系公司研发项目的增多，对应的研发投入的人工与研发费用相应增加。公司 2022 年共有研发人员 896 人，占员工总数 68.50%，同比增长 7.43%。公司 2022 年综合毛利率为 65.01%，同比增长 4.15pct。公司内控体系进一步完善，2022 年实现销售费用率 4.17%，同比减少 0.19pct；管理费用率 9.90%，同比减少 0.46pct。

小型专用化雷达翻倍增长，信创招标节奏变化导致 GPU 营收减少：分产品来看，2022 年图形显控领域产品实现营收 6.51 亿元，同比增长 25.05%，营收占比 56.41%；实现毛利率 70.30%，同比减少 2.11pct。小型专用化雷达领域产品实现营收 2.30 亿元，同比增长 101.30%；实现毛利率 71.19%，同比减少 1.78pct，主要系原材料价格上涨所致。芯片领域产品实现营收 2.60 亿元，同比减少 41.74%，主要系 2022 年信创行业招标较少所致；实现毛利率 47.28%，同比增长 2.79pct。

GPU 产品不断迭代，打造软硬件协同生态：2022 年 5 月，公司 JM9 系列第二款图形处理芯片成功研发，可广泛应用于台式机、笔记本、一体机、服务器、工控机、自助终端等设备。2022 年 12 月，公司图形处理器 JM9100 一次流片成功，该第三代具有完全自主知识产权的 GPU 在前两代的基础上进一步优化性能与功耗。2022 年，公司与中望软件、麒麟软件、中电科技建立深度生态合作；2023 年 4 月，JM9 系列 GPU 与 openEuler 操作系统、浩辰 CAD 完成兼容认证，未来将与欧拉社区的众多生态伙伴一同打造软硬件协同生态建设。

盈利预测与投资评级：景嘉微作为国产 GPU 龙头，市场地位稳固。我们预计今年会有 GPU 新产品推出，随着信创景气度恢复和 AI 需求提升，公司营收有望快速增长。但由于 2022 年信创招标节奏变化，我们下调 2023-2024 年归母净利润为 4.08(-1.36)/5.58(-1.80)亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 7.49 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国产化政策推动不及预期；我国军费及军工信息化不及预期；公司产品研发进程不及预期。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰）

奥特维（688516）：子公司松瓷机电推出低氧型单晶炉，助力 N 型硅片优化&电池效率提升

投资要点 针对 N 型硅片痛点，公司适时推出高性价比的低氧单晶炉方案。N 型电池相比 P 型电池对硅片的质量要求更高，要求更低的电阻率、更低的氧含量、更高的少子寿命，尤其是 TOPCon 容易产生同心圆、黑芯片问题，主要系 TOPCon 为高温工艺（如 B 扩散），氧容易沉淀，形成氧环即同心圆，影响效率和良率，所以 TOPCon 对硅片氧含量更敏感；而 HJT 为低温工艺，出现同心圆的概率不高，可以选择高氧含量的硅片。松瓷研发团队掌握了同心圆缺陷出现的机率与单晶氧含量存在的相关关系，结合低氧拉晶技术，优化单晶炉软硬件设计，显著降低同心圆缺陷比例：（1）通过热场工艺模拟，结合流体流路线，设计最佳匹配炉内管路开口位置及流体管路走向，最大化程度带走氧杂质；（2）软控算法增加控氧功能模块，在不影响拉晶的前提下，不定时开启除氧功能，后续延续此思路增加其他除杂模块；（3）

调整工艺包以提升工艺与硬件之间的匹配度。在同等条件下同心圆可降低 50%，相较于主流硅片氧含量水平，同等条件下低氧型单晶炉可实现氧含量降低 24%以上，试验线验证数据电池片效率提升 0.1%。松瓷低氧型单晶炉设备在保证效率提升的同时，可帮助客户提高效益，有利于客户快速收回成本。目前有多家客户在松瓷实验室进行验证。松瓷单晶炉获下游客户充分认可，有望获得合理份额。晶盛机电为单晶炉龙头市占率 90%+，下游客户出于供应安全&供货能力考虑，在龙头供应商外往往会选择其他 1-2 家供应商，2021 年奥特维（松瓷）作为单晶炉新玩家，受益于订单外溢获晶澳、宇泽订单，2022 年多家硅片厂选择松瓷作为二供，2022 年公司新签订单中增速最快的产品单晶炉，其全年新签订单 12.9 亿元，同比+667%，2023 年新签订单有望达 20 亿元。松瓷单晶炉市场定位为独立第三方设备商和客户的合格二供，我们认为未来有望获除中环、隆基以外市场 10-20%份额，对应全市场约 7%-10%市占率。2023Q1 新签订单创历史新高，主业串焊机新技术迭代有望持续超预期。受益于串焊机类耗材属性，公司新签订单一直较高增速，2021 年新签订单约 43 亿元，同比+61%，2022 年全年新签订单为 73.7 亿元，同比+72%，2023Q1 新签订单为 26.2 亿元，创单季度历史新高，同比+82%，2023 年组件厂积极扩产带来串焊机新签订单高增，同时半导体铝线键合机批量订单、单晶炉渗透率提升，我们预计全年新签订单有望突破 120 亿元。针对市场较为关注的 2024-2025 年新签订单增速问题，我们认为 2024-2025 年在 OBB 技术迭代下串焊机新签订单有望实现持续高增。目前东方日升进展最快，2023 年上半年已招标 OBB 量产订单，8 月量产 OBB 组件；正在中试 OBB 的厂商包括通威、爱康、华晟、REC 等，隆基等组件大厂有望开启试样，我们认为 OBB 新技术有望复制 SMBB 仅一年便大规模放量节奏，我们预计到 2025 年 OBB 串焊机新增+存量替换市场空间 140+ 亿元，奥特维相较于 2023 年市场空间有望翻倍。盈利预测与投资评级：随着组件设备持续景气+新领域拓展顺利，我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润预测 11.3/15.8/21.6 亿元，对应 PE 为 23/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：研发进展不及预期，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭）

中国重汽（000951）：重卡龙头，行业上行周期核心受益【勘误版】

投资要点 行业维度：宏观经济发展驱动销量中枢上移，政策是重要外力；2023~2025 年销量预计分别为 85/126/157 万辆。国内重卡行业销量在成长&周期&政策等三重因素下呈现波动上升趋势，本质映射为国内宏观经济不断发展的长期趋势。1) 总量维度：重卡保有量由反映社会运力需求的 GDP 总量决定，重卡年销量=Δ保有量+报废量+出口，国内重卡销量由经济（GDP）增速决定的重卡保有量与报废率共同影响，最终消费/资本形成板块分别影响物流/工程重卡运力需求，经济环境&使用寿命&排放标准等因素共同影响重卡报废比例，而海外市场正处持续爆发趋势。2000 年以来国内重卡销量核心反映由经济短周期波动&政策外力因素带来的运力供需关系的周期波动，结合经济发展周期判断，当前处于周期底部位置。2) 格局维度：国内重卡格局相对稳固，近十年 CR5 超 80%，重汽/陕汽/一汽/福田/东风保持行业领先。公司维度：重卡整车制造龙头，以卓越管理+领先技术为核心竞争力：中国重汽为山东重工旗下核心重卡制造公司，市占率处于行业龙头位置。产品内销/出口并举，集团/重汽 A 股市场份额分别围绕 20%/13%波动。3) 财务角度，公司毛利率/净利率中枢分别 10%/3%，盈利能力稳定；2012 年以来公司期间费用率整体呈现下滑

趋势，管理能力卓越，降本增效成效显著。产品/技术/渠道三重优势加持，有望充分受益行业上行红利：1) 产品覆盖全面：重汽 A 股拥有黄河、豪沃等品牌系列车型，售价覆盖 20~200 万元全价格带，是我国卡车行业驱动形式及吨位覆盖较全的企业。2) 技术持续提升保证领先。重汽逐步完成发动机/变速器/车桥等动力总成的核心技术自主可控，在大排量发动机/新能源/智能化等领域持续深化技术研发，持续位于行业领先水平。3) 渠道维度：国内 300 余家经销网络+海外成熟组装工厂/销售门店配置，海内外渠道布局全面，销售体系成熟。盈利预测与投资评级：看好重卡行业周期上行背景下龙头表现。我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 393/562/630 亿元，归属母公司净利润为 10/14/20 亿元，分别同比+370%/+43%/+41%，对应 EPS 为 0.85/1.22/1.72 元，对应 PE 为 19/13/9 倍。选取 A/H 三家重卡整车同业公司作为中国重汽的可比公司，可比公司估值均值为 17/10/8 倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置，我们认为中国重汽应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：重卡行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

中国建筑(601668)：全球投建一体巨擘，提质增效+科创转型筑基未来

投资要点 全球建筑行业领军者，提供城市建设一揽子服务：公司是全球领先的投资建设集团，全球规模最大的工程承包商，全国唯一一家中央直属的建筑企业，2022 年实现营业收入 20551 亿元，同比+8.7%，房建/基建/地产占比分别为 61.6%/24.0%/13.7%，建筑业务毛利率的提升一定程度上对冲了房地产开发业务利润水平下降的压力。基建为“稳增长”重要支撑，房地产主体信用修复持续推进：(1) 基建：1-3 月广义/狭义基建保持+10.8%/+8.8%的高增长，政府工作报告强调稳增长扩内需，全年 GDP 增速目标定为 5%，预计基建为今年经济增长的重要抓手；(2) 房建：1-3 月全国房屋竣工面积同比+14.7%，预计主要受益于“保交楼”推进；新开工 1-3 月同比下滑 19.2%，仍处于弱复苏进程中；住宅在房建总体中占比略降，新型城镇化有望推动公建需求增加；(3) 房地产开发：1-3 月全国商品房销售金额同比+4.1%，2022 年 2 月以来首次回正；政府工作报告弱化对于调控的表述，融资端政策加速出台改善优质房企资产负债情况，行业下行周期有望破局。公司是投建一体化龙头，创新业务多点开花：(1) 房建业务：公司 2022 年房建业务新签合同额 24278 亿元，住宅类占比降至 35%，结构转型卓有成效；公司项目承接竞争优势突出，2017-2022 年施工面积市占率由 9.3%提升至 10.8%；公司积极推进新型建筑工业化和智慧建造，推动施工生产转型升级。(2) 基建业务：公司高度重视基建业务发展，营业收入和毛利额 5 年复合增速高达 16.4%/23.8%，PPP 项目逐渐进入运营期，现金回款有望好转；(3) 房地产开发：中海地产 2022 年全口径销售额为行业第六，近年来拿地加速向重点城市聚拢，布局以高能级为主；中建地产为各工程局开展地产开发业务使用的品牌，工程局房建业务优势突出，且各地政府鼓励央企进行地产开发，中建地产规模逆势增长，2022 年销售额同比+18.9%；(4) 海外业务：公司在“一带一路”沿线设立分支机构，多年蝉联 ENR 全球承包商 250 强榜首；工程承揽向高端房建和基础设施领域转变，坚持推行高质量发展战略；(5) 新业务：公司积极探索新领域业务，上市子公司中西部建设是国内领先的建材产业综合服务商，中建环能致力成为先进的环境技术产品与解决方案提供商。国企改革排头兵，股权激励目标多年成功兑现：公司实施了为期十年的中长期激励计

划，第一至三期所有批次和第四期第一批次已经解锁；公司还对科技型子公司实行分红激励、对试点单位实施以超额利润分享的任期激励等，打造多元化激励机制。盈利预测与投资评级：基建景气维持高位、地产景气筑底复苏，公司作为全球规模最大的工程承包商，新一轮国企改革驱动经营质量进一步提升，“一带一路”倡议带来海外发展新机遇；公司估值低于可比公司平均，有望持续修复。我们预测2023-2025年归母净利润分别为572.1/614.3/663.4亿元，5月5日收盘价对应市盈率分别为5.1/4.7/4.4倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：房地产行业景气恢复不及预期；基建投资增速不及预期；“一带一路”提振海外业务不及预期；国企改革推进不及预期。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦)

云铝股份(000807)：高弹性水电铝龙头

投资要点 水电铝龙头，央企控股：公司位于云南，以水电铝为核心产品，实现由铝土矿到铝合金产品产业链全覆盖。截至2022年末拥有年产能水电铝305万吨，居于行业前列。历经多次资本运作，公司目前由中铝控股。电解铝行业：供需持续向好，成本或有让利。供给端有望于2023年逼近4500万吨产能，且短期内云南枯水导致用电紧张，开启负荷管理，西南地区电解铝限产预期加强；而需求端，“三支箭”对地产行业松绑，竣工端探底回升有望充分拉升电解铝需求；此外光伏和新能源车需求增量显著，有望为电解铝需求持续注入增长动力；成本端氧化铝过剩且动力煤价格下行，叠加电解铝供需向好，我们认为电解铝盈利有望回升。吨铝市值行业最低，涨价弹性领先行业：根据各公司电解铝权益产能和市值，我们测算可得云铝股份吨市值为可比公司最低，仅为2万元，远低于可比公司。当电解铝价格上涨10%时，公司2022年PE有望从11倍下降至6倍，涨价弹性可观。产业链一体化协同发展：截至2022年底，公司已经形成年产氧化铝140万吨、水电铝305万吨、阳极炭素80万吨、石墨化阴极2万吨、铝合金157万吨的绿色铝一体化产业规模优势。绿电铝龙头，成本优势凸显：公司产能全部位于云南，用电结构中水电比例约达88.6%；得益于云南低价水电，云南地区电解铝企业综合用电成本长期位于全行业前20%分位水平。且随着欧洲碳税政策加码，公司未来有望享受显著成本优势。管理改善+资产提质，盈利向好：国企改革持续推进，管理层购股参与分红；财务报表和资产结构优化，业绩释放可期。2018年至2022年，公司ROE大幅增长、资产周转率和销售净利率也迅猛提高，公司资产结构显著优化，盈利质量和资产质量明显提升。盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年实现营收分别为500/551/600亿元，同比增速分别为3%/10/9%；实现归属母公司股东净利润分别为51/58/78亿元，同比增速分别为11%/15%/33%。对应2023-2025年的PE分别为9/8/6倍，低于可比公司估值，考虑公司业绩弹性较大、未来碳税加码有望享受成本优势，且公司估值较低，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期风险；铝价波动风险；供给超预期。

(证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬)

片仔癀(600436)：事件点评：片仔癀时隔三年大幅提价29%，彰显稀缺性和名贵价值，带来业绩弹性

投资要点 事件：鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因，公司决定自2023年5月6日起，公司主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格将从590元/粒上调到760元/粒，供应价格相应上调约170元/粒；海外市场供应价格相应上调约35美元/粒。片仔癀时

隔三年大幅提价 29%，彰显稀缺性和名贵价值，带来业绩弹性。本次调价幅度历史最大，片仔癀锭剂国内市场零售价格提价幅度 29%，提价主要来自于成本端天然麝香/天然牛黄等贵细药材。片仔癀锭剂占收入的主导地位，其余产品在其带动下有望有所提价。参照过往的价格调整，公司经营情况一般呈现稳步增长的状况。2022 年，片仔癀销售收入 36 亿元，在量保持不变的情况下，假设片仔癀系列产品同幅度提价，则仅价格提升，有望为 2023 年医药制造业收入带来 18% 的增长弹性（2023 年 5 月份开始调价，影响全年 2/3 的时间）。2022 年片仔癀贡献 92% 的净利润，考虑到成本的上升，假设毛利率不变的情况下，2023 年提价有望为公司带来 18% 的净利润弹性。作为名贵中药的龙头，价格的提升一方面彰显产品力和品牌力，另一方面也有望带来业绩弹性，有效对冲成本上升带来的利润压力。传统品牌中药消费者认可度较高，具备量价齐升的空间。盈利预测与投资评级：考虑到片仔癀提价对业绩的拉动，我们将 2023-2025 年公司归母净利润的预测由 29.74/35.39/40.21 亿元上调至 34.01/42.40/52.13 亿元，当前市值对应的 PE 估值为 49/39/32 倍。维持“买入”等级。风险提示：产品价格上调后销量下滑的风险，原材料成本上涨高于预期，政策风险，产品放量不及预期，产品研发不及预期等。

（证券分析师：朱国广）

中信出版(300788): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 业绩有望修复, 关注 AI 应用领域布局

投资要点 事件: 2022 年公司营业收入 18.01 亿元, 同比下降 6.31%; 归母净利润 1.26 亿元 (YoY-47.81%)。2023Q1 公司营业收入 4.27 亿元 (YoY+3.69%), 归母净利润 0.42 亿元 (YoY+1.05%)。主动优化调整致业绩承压, 后续业绩有望修复。2022 年业绩同比下滑, 主要由于外部环境冲击下公司主动瘦身健体, 围绕“流量”逻辑改造存量门店, 实体店收入下降, 并产生撤店损失。此外, 公司在市场下行环境下对可能产生的资产减值损失充分评估并计入当期。23Q1, 公司业绩同比有所修复, 后续伴随外部经济环境转好, 业绩有望迎来修复。领跑大众出版, 市场占有率持续提升。2022 年, 公司出版业务跑赢行业大势, 稳居大众图书市场首位, 实洋市场占有率 3.03%, 同比去年提升 0.15 个百分点。2022 年, 公司出版与发行业务实现营收 13.92 亿元, 同比下降 4.5%。23Q1, 在全国图书零售市场同期下降 6.55% 的情况下, 公司一季度在图书零售市场的占有率进一步提升, 稳居全国出版社首位, 其中, 社科、少儿类图书市场占有率上升至第一位。积极拓展新业态, 关注 AI 应用领域布局: 公司未来将启动“2023 年改革 4.0 方案”、“AIGC 数智出版框架方案”、“对标世界一流行动体系”等计划。同时, 公司也将积极拓展和谋划资本运作, 重点关注在知识和信息服务业、新媒体传播、IP 产业、AIGC 应用等领域的布局, 打造第二增长曲线和新业态。公司已设立“平行出版实验室”, 围绕自身价值提升, 妥善用好版权数据; 启动“AIGC 数智化出版项目”, 加速推动 AI 技术在出版流程的应用, 提高出版效率、降低成本费用, 并积极孵化财经翻译图书、智能数字营销、少儿 IP 等领域的创新项目。出版行业具有优质 IP 资源, 是 AI 大模型训练的必要资源; 且 AI 有望赋能出版, 提升出版效率, 我们看好 AI 对公司效率及收入的提升作用。盈利预测与投资评级: 考虑到 23 年业绩有望随宏观环境回暖有所修复, 公司主动优化调整提升实体店运营效率; 且公司具有优质 IP 资源, 有望作为大模型优质语料库, AI 将赋能出版效率, 并推动收入提升, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.2/2.6/3.0 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 36/31/26 倍, 维持“买入”

评级。 风险提示：渠道格局变化风险，盗版风险，政策变动风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

和而泰（002402）：传统业务焕新机，新业务打开成长天花板

投资要点 “3+3”产业布局，盈利拐点初显：公司为国内智控器龙头之一，以家电与工具智控器为基本盘，逐步拓展至汽车电子、智能家居、射频芯片与储能等领域形成“3+3”产业布局。公司18-21年业绩保持高增速，营收/归母净利润 CAGR 达 22.4%/25.7%，22 年受到上游原材料及下游需求疲软等影响，公司业绩承压，随着原材料压力缓解、产品结构变化与产能利用率提升，22Q4 毛利率达近四季度最高 24.1%，拐点已现，有望进一步修复改善。智能家居打开增量空间，电动工具客户持续拓展：家电领域，由于传统家庭用品智能化升级加速，22 年公司智能家居营收为 7.3 亿元，同比+27.4%，占比增至 12.3%，有望带动公司营收规模与毛利水平向上；电动工具领域，伴随“锂电化、无绳化、无刷化”持续渗透与主要客户去库存进入尾声，叠加公司进入 TTI、博世、HILTI、泉峰与大叶等多个头部客户供应体系，公司基本盘业务有望持续稳步增长。汽车电子进展顺利，储能赛道前瞻布局：汽车电子已成为公司第二曲线，公司与海外著名 Tier1 厂商博格华纳与尼得科等深度合作，国内与比亚迪、蔚来、小鹏、理想等多个整车厂建立项目合作关系以切入车身域等增量市场。22 年实现营收 3 亿元，yoy+84.2%；储能方面，公司 22Q3 开拓 5-6 家新客户后获取 10+新项目，23 年公告 50 万套以上新订单。22 年储能业务收入为 0.6 亿元，实现从零到一的突破，伴随公司研发力度持续加大、客户与产品不断丰富，叠加大储赛道高速增长，该业务近三年有望保持翻倍增速。卫星互联网未来可期，子公司 T/R 芯片领域独树一帜：预计国内民用相控阵 T/R 芯片市场规模 2029 年达 486 亿元，21-29 CAGR 高达 78%。其中 29 年低轨卫星用相控阵 T/R 芯片占比升至 87%，5G 通信用相控阵 T/R 芯片占比为 13%。控股子公司铖昌科技是国内少数提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一，营收从 19 年 1.3 亿元增至 22 年 2.8 亿元，CAGR 为 27.9%，有望凭借技术积累与质量优势实现业务高增长。盈利预测与投资评级：我们看好公司汽车电子与储能业务保持快速增长与子公司铖昌科技在 T/R 芯片自主可控业务能力，维持此前预测，预计 23-25 年归母净利润分别为 7.1/9.5/12.9 亿元，公司当前市值对应 PE 分别为 20/15/11 倍，低于行业平均估值，我们给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标市值约 213 元，维持“买入”评级。 风险提示：国际局势动荡；智控器业务竞争加剧毛利率超预期降低；汽车电子及储能业务发展不及预期

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：金晶）

京东方 A（000725）：2023Q1 点评：业绩逐季好转，静待需求回暖

事件：公司发布 2023 年第一季度报 业绩逐季改善，静待需求回暖：公司 2023 年 Q1 实现营业收入 379.7 亿元，yoy-24.8%，归母净利润 2.5 亿元，yoy-94.4%，扣非归母净利润为-16.7 亿元，yoy-147.5%，QoQ+55.8%，同比营收、业绩下滑主要系一季度终端消费需求恢复不及预期，同时受到面板价格较去年同期大幅回落的影响，但环比业绩改善显著，主要系 1) 一季度产业链库存与价格状态持续改善，结合下游拉货需求，主流 LCD TV 面板价格全线上涨；2) 一季度毛利率为 6.8%，环比+0.94pct，保持自 22Q4 以来的持续修复态势；3) 一季度销售费用、管理费用及财务费用共计 28.1 亿元，环比减少 34.9%，同比减少 14.7%，其中销售费率/财务费率分别环比-1pct/1.33pct，期间费用改善显著。进入 4 月以来，LCD TV 面板价格继续上涨，IT 类面

板价格跌幅收窄，部分产品已止跌，预计随着下半年市场旺季来临，需求侧将驱动整体面板价格持续向好，公司业绩有望逐季修复。LCD 面板业务龙头优势持续发力，OLED 新需求推动产量：公司在 TV、MNT、NB、Tablet、手机五大 LCD 主流应用显示屏出货量与市占率持续稳居全球第一。伴随上下游进一步整合、韩厂退出、产能与行业持续出清，公司市场份额有望进一步扩大，将率先受益于面板价格回升。公司布局 OLED 业务，已连续 3 年顺利完成海外大客户供货，且供货份额持续提升，公司国内鄂尔多斯、成都、绵阳、重庆等地 OLED 工厂已陆续投产，福州和北京产线在建，得益于公司出色的技术和有竞争力的价格，23 年公司对大客户的 OLED 供应量有望持续提升。全面布局“1+4+N+生态链”，把握智能物联时代大机遇：公司作为半导体显示业龙头，业绩伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化有望稳步修复；公司物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展，控股华灿光电助力 MLED 业务快速提升，四大高潜航道有望未来成为营收主力；积极开拓细分应用场景，落实物联网转型发展；积极推动供应链本地化，扶持上下游共同发展。23 年下半年伴随下游市场复苏、供需趋于平衡与面板价格回升，公司业务能力和盈利水平有望稳步回升。盈利预测与投资评级：我们看好公司受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道，我们维持此前盈利预测，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 89.8/146.9/189.7 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/10/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：TV 液晶显示屏需求不及预期风险；OLED 技术进展不及预期风险；显示面板行业竞争加剧风险。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：金晶)

统联精密 (688210): 2023Q1 点评: 短期承压, 新产品有望逐步量产, 助力业绩改善

事件：公司发布 2023 年第一季报 23Q1 业绩承压，新产品逐步导入量产：公司 23 年 Q1 实现营收 0.7 亿元，yoy-29.2%；归母净利润-0.03 亿元，yoy-129.8%，扣非归母净利润-0.1 亿元，yoy-183.7%。一季度为消费电子传统淡季，需求低迷，导致营收同比下滑。一季度公司毛利率 30%，同比-5.7pct，毛利率同比下滑主要系客户需求波动，公司产能未充分有效利用，固定费用无法摊薄所致。一季度公司因实施股权激励摊销的股份支付费用较上年同期增加 762.8 万元，导致利润承压。同时公司加大新产品研发投入，剔除股份支付费用的影响，研发费用同比增长 358.4 万元。新产品项目如折叠屏手机转轴铰链等在第二季度、第三季度陆续导入量产，有望助力公司实现营收与利润的转化。MIM 基本盘稳固，多领域拓展空间广阔：公司作为国内 MIM 企业第一梯队，通过工艺创新夯实竞争优势，从喂料、模具、自动化等全流程各环节进行自主研发，持续与苹果、亚马逊、大疆等技术驱动型客户建立长期稳定的合作关系，并且在核心客户的部分产品线已成为主力研发供应商。除消费电子外，公司持续拓展产品应用领域，已量产产品包含应用在新能源汽车上的换挡旋钮产品，应用在电子烟上的外壳和配件产品等。产能方面，公司在湖南长沙的募投项目有望尽快正式投产，有利于公司开拓新产品，导入新客户。随着材料应用的多元化及工艺技术的提升，MIM 工艺应用的下游领域日益增加，如折叠屏手机、AR/VR 产品、汽车、医疗器械等，市场空间稳步上升，有望打开公司成长天花板。持续打开产业边界，积极布局非 MIM 技术领域：公司不断丰富和充实产品线，进一步满足客户多样化的零部件需求，形成了 MIM 和以 CNC、激光加工为代表的非 MIM 精密

零部件业务的双驱动发展，公司持续扩大 CNC、激光加工、精密注塑等其他制造工艺的规模化生产能力。此外，公司积极布局 3D 打印、新型功能性材料等技术方向，打开产业边界，实现多元化、跨领域发展。考虑到公司在其他精密零部件同样具备先进的工艺技术优势及快速创新能力，我们认为公司新业务将具备持续快速增长潜力，成为新的业绩助力。盈利预测与投资评级：考虑下游需求回暖叠加新品导入，公司 MIM 全流程竞争优势显著，我们维持盈利预测，预测公司 23-25 年归母净利润分别为 1.4/2.2/3.1 亿元，对应 PE 为 18/12/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：大客户订单不及预期；核心喂料环节外购依赖度高；新建产能投产不及预期。

(证券分析师：马天翼 研究助理：金晶)

华兴源创 (688001)：2022 年报&2023 年一季报点评：半导体检测设备快速放量，费用率上提压制利润表现

事件：公司发布 2022 年报、2023 年一季报。半导体检测设备快速放量，成为收入端重点增长点。2022 年公司实现营业收入 23.20 亿元，同比+14.84%，其中 Q4 为 6.51 亿元，同比+10.36%。分行业来看：1) 消费电子检测及自动化设备：2022 年实现收入 15.08 亿元，同比+0.92%，基本持平，主要受制于消费电子行业景气下行；2) 半导体检测设备制造：2022 年实现收入 5.66 亿元，同比+35.55%，半导体检测设备出货量增长，是公司收入端增长主要驱动力。分产品来看：1) 检测设备：2022 年实现收入 16.70 亿元，同比+21.29%，增长主要来自半导体检测设备；2) 治具及配件：2022 年实现收入 3.95 亿元，同比-9.83%；3) 组装设备：2022 年实现收入 1.10 亿元，同比-8.69%。2023Q1 公司实现营业收入 3.59 亿元，同比-3.91%，略有下滑。展望 2023 年全年，一方面消费电子景气逐步复苏，公司传统产品有较大提升空间；另一方面受益于 Micro OLED 等新显示技术检测设备放量，半导体检测设备持续快速增长，公司收入端有望加速增长。半导体检测设备毛利率快速提升，费用率上提压制净利率表现。2022 年公司归母净利润 3.31 亿元，同比+5.44%，其中 Q4 为 2628 万元，同比-39.00%。2022 年销售净利率为 14.27%，同比-1.27pct，盈利水平有所下滑。1) 毛利端：2022 年销售毛利率为 52.08%，同比-0.96pct，主要系原材料、人工价格上涨所致。分业务来看，2022 年消费电子检测及自动化设备、半导体检测设备毛利率分别为 50.49%和 62.61%，分别同比-1.63pct 和+5.09pct，半导体检测设备毛利率大幅提升，我们判断主要系产品结构优化、规模化降本等。2) 费用端：2022 年期间费用率为 36.82%，同比+1.22pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+1.29pct、+0.54pct、+0.63pct 和-1.25pct，其中销售、管理费用率明显上提，主要系计提 2020 年重大资产重组业绩承诺超额奖励所致，财务费用率明显下降，主要系多汇兑收益。2023Q1 公司归母净利润为 2680 万元，同比-34.41%。2023Q1 销售净利率为 7.47%，同比-3.48pct，盈利水平出现明显下降。2023Q1 销售毛利率为 61.46%，同比+3.99pct，明显提升，我们判断主要系产品结构优化。2023Q1 期间费用率为 52.03%，同比+4.93pct，是净利率下降的主要原因。检测设备平台型企业，Micro-OLED 和半导体检测设备成重要增长点作为检测设备平台型企业，公司充分受益于新显示技术放量、半导体检测设备快速增长。1) 消费电子：公司积极布局用于微显示器件测试的新设备，Micro-OLED 检测设备获得终端客户批量订单（唯一供应商），在技术和市场两个维度处于行业领先水平；2) 半导体：在后道测试领域，公司产品覆盖测试机（SOC、射频等）、分选机（平移式、转塔式等），并积极布局前道晶圆缺陷检测设备，陆续进入量产

阶段，成为公司重要增长点。 盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.27、5.60和7.43亿元，当前市值对应动态PE分别为33、25和19倍。基于公司较强的成长性，维持“增持”评级。 风险提示：行业景气下滑，新业务拓展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

中材国际（600970）：一核双驱、三业并举，全球水泥EPC龙头加速多元成长

投资要点 公司简介：公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，也是国际水泥技术装备工程市场少数具有完整产业链的企业之一，提供研发设计、装备制造、土建安装、矿山服务、生产运维等“一站式”系统集成服务。公司控股股东是中国建材股份，公司2021年以来相继完成对中材矿山、南京凯盛、北京凯盛、合肥院的并购，有效解决了同业竞争问题，巩固和加强了公司市场占有率和领导地位。公司实施了2021年限制性股票激励方案充分激发管理层和核心骨干的积极性。 水泥工程存量技改仍有较大潜力，广阔存量市场带来运维服务和备品备件置换的巨大需求。（1）政策倒逼国内水泥行业加速节能改造，双碳政策约束下，水泥行业被纳入工业领域节能降碳重点行业范围，实施新的能耗限额，水泥行业能效先进水平30%的比例要求和基准水平的提升将直接带来国内9.2亿吨的现有产能改造需求。（2）数字化、智能化水平是未来国内水泥工业提升的重点方向，也将带来水泥工厂智能化改造需求，2022年行业智能化渗透率仅5%。（2）全球水泥产能已经进入低速增长时期，但存量产能体量巨大，设备使用寿命限制和耐磨材料等技术发展带来的产品升级需求使得售后和备品备件市场规模可观。海外发展中地区水泥工业发展时间和规模与国内存在一定差距，运维服务需求空间较大。据麦肯锡研究统计，2021年全球（含国内）备品备件市场约340亿元，运维服务市场需求近100亿元。 公司：秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计，有望把握共建“一带一路”新机遇。（1）公司水泥EPC实力全球领先，市场占有率连续15年保持世界第一，累计在海外84个国家和地区承接了293条生产线，拥有强大研发实力和股东、客户、品牌综合优势，奠定装备、运维业务开拓坚实基础。（2）水泥装备：水泥核心装备技术壁垒高，重组合肥院完成后，公司装备产品矩阵进一步丰富，将拥有水泥领域品种最全、规模最大、品质高端的装备业务，产品类型实现横向扩张，同类产品技术共享，极大提高装备业务的竞争力和议价力，定位基于水泥、超越建材，打造世界一流材料装备平台，打造若干个产品卓越、品牌卓著的世界级单项冠军或隐形冠军。（3）运维服务：公司积极推动水泥和矿山运维价值提升，旗下中材矿山是国家级矿山施工领军企业，水泥矿石采矿量行业领先，非水泥矿山持续开拓。水泥生产线运维方面，通过收购智慧工业，进一步完善业务布局，进一步拓展业主资源和运维服务方面的市场布局。（4）数字智能业务：公司大力推进数字智能平台整合和业务规划，整合所属单位智能工厂力量，组建中材国际工业智能科技有限公司。（5）海外属地化经营：多年的海外专业项目积淀铸就了公司领先的国际化属地化运营管理能力，作为中建材集团国际化发展先锋官，公司有望抓住“一带一路”高质量发展机遇，加速海外属地化经营发展，提出“十四五”期间境外收入稳步增长，打造5个亿元级、10个千万元级属地大利润平台的经营目标。（6）结构调整：公司秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计，推动结构优化调整，提出“十四五末力争实现工程、装备、服务三足鼎立、三位一体、协同发展业务格局”的结构调整目标，装备、运维业务有望加速成长，整体经营质量有望进一步提升。 盈利预测

与投资评级：公司在手合同保障充分，支撑中期稳健增长，新一轮国企改革有望驱动公司进一步提升经营质量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 29.40 亿元、34.33 亿元、40.75 亿元，5 月 5 日收盘价对应市盈率分别为 12.7 倍、10.9 倍、9.2 倍，市盈率低于国际工程板块整体水平，海外业务新机遇及业务结构优化调整、经营质量提升有望催化公司估值修复，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：水泥工程需求不及预期、业务结构调整速度不及预期、海外经营风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源）

“中性化”战略有效推进，持续拓展海外市场：2022 年&2023 年 Q1 业绩点评：

投资要点 公告要点：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报，业绩符合我们预期。2022 年实现营收 1582.68 亿元，同比+13.09%；实现归母净利润 72.03 亿元，同比+11.35%；实现扣非归母净利润 64.63 亿元，同比+29.22%。2022 年 Q4 实现营收 449.54 亿元，同比+13.49%，环比+0.88%；实现归母净利润 23.26 亿元，同比+31.59%，环比-1.46%；实现扣非归母净利润 21.99 亿元，同比+57.11%，环比-2.40%。2023 年 Q1 实现营收 368.15 亿元，同比-1.49%，环比-18.11%；实现归母净利润 14.34 亿元，同比-16.01%，环比-38.34%；实现扣非归母净利润 11.78 亿元，同比-6.17%，环比-46.44%。营收增长高于国内市场平均，延峰汽车饰件贡献核心增量。2022 年全国乘用车实现产量 2356.3 万辆，同比+9.5%，公司营收增长高于市场平均。2022 年主要子公司延峰汽车饰件系统有限公司实现营收 1006 亿元，同比+13.2%，为公司营收贡献核心增量。2023 年公司目标实现合并营收 1650 亿元，毛利率达到 14.2%。新能源/自主品牌配套比例提升，“中性化”战略有效推进。2022 年根据汇总口径统计，特斯拉/比亚迪/蔚来等新能源客户汇总销售额超过 200 亿元，公司新获取业务订单中新能源配套占比超过 55%，国内自主品牌配套金额超过 35%。同时，公司主营业务收入 49.6%的比例来自于上汽集团之外的业外整车客户，“中性化”战略持续有效推进。一季度营收受到核心客户影响，持续拓展海外市场。2023Q1 公司核心客户上汽大众/上汽通用/上汽乘用车产量分别为 23.3/18.7/19.5 万辆，环比-35.68%/-41.63%/-14.74%，导致公司整体营收环比下滑。公司积极推进核心业务的国际化发展，子公司延峰汽车饰件除了内饰业务之外，旗下汽车座椅和被动安全业务已在全球重点客户上取得配套定点。盈利预测与投资评级：公司 2022 年及 2023Q1 业绩符合预期，由于公司海外业务加速拓展，我们调增 2023-2025 营收 1667.13/1805.11/1957.92 亿元，同比分别+5%/+8%/+8%，调增归母净利润 76.02/86.44/94.31 亿元，同比分别为+6%/+14%/+9%，对应 EPS 分别为 2.41/2.74/2.99 元，对应 PE 为 6.88/6.05/5.55 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

新项目落地对冲市场下滑，墨西哥出海战略加速推进：2023 年 Q1 业绩点评：

投资要点 公告要点：公司公布 2023 年一季报，业绩略低于我们预期。2023 年 Q1 实现营收 12.57 亿元，同比+39.19%，环比+1.44%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比+99.52%，环比-29.78%；实现扣非归母净利润 1.53 亿元，同比+143.71%，环比-25.71%。新项目落地对冲市场下滑，产品未受到供应链价格传导。2023 年 Q1 全国乘用车实

现产量 517 万辆，环比下降 21.6%，受益于新项目落地放量，公司营收环比实现微增。同时，公司实现毛利率为 29.6%，环比+0.1pct，产品未受到供应链成本压力传导，价格保持稳定。汇率波动基本保持稳定，可转债利息计提增加财务费用。2023 年 Q1，人民币兑美元汇率中间价波动为-1.09%，略微升值，因此汇兑损益带来的财务费用为负，2022 年 Q4 汇率波动带来的汇兑收益约 3000 万元。同时，基于会计准则，公司对持有的可转债以摊余成本对应付债券进行初始及后续计量，2023 年 Q1 确认了财务费用约 1500 万元，多项因素合并，公司最终财务费用约为 1300 万元。定增募集资金扩产，加速墨西哥出海战略。公司计划通过定增的方式募集资金 12 亿元，主要用于墨西哥瓜纳华托州建设新能源结构件及三电系统生产基地，达产后将新增结构件 175 万件/年，三电系统零部件 75 万件/年，项目内部收益率约为 13.41%（税后），税后静态回收期 7.89 年。公司拟通过成立子公司的方式最终投资建设墨西哥生产基地，墨西哥生产基地累计投资额度不超过 1.8 亿美元，有望加速公司战略目标的实现。盈利预测与投资评级：公司 2023Q1 业绩符合预期，我们维持 2023-2025 营收 57.50/77.20/96.04 亿元，同比分别+35%/+34%/+24%，维持归母净利润 8.47/11.37/15.03 亿元，同比分别为+31%/+34%/+32%，对应 PE 分别为 19.94/14.86/11.24 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求不及预期；格局竞争加剧超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

仕净科技（301030）：切入高纯石英砂赛道，深化泛半导体产业上游布局

投资要点 事件：公司公告与无锡惟忻元电力有限公司签署《战略合作协议》。携手无锡惟忻布局 6N 级别高纯石英砂，提高光伏及半导体行业竞争力。双方拟成立一家项目公司专注于研究开发及生产 6N 级别高纯度石英砂，其中公司持股 51%，无锡惟忻持股 49%，通过无锡惟忻的高纯石英砂技术的应用，实现 6N 级别高纯度石英砂量产，产品应用范围包括芯片的抛光材料、光伏坩埚材料、半导体用封装材料和医药制作材料等。高纯石英砂依赖进口供应紧缺，下游行业高景气需求旺盛，价格处于上行期。光伏和半导体为高纯石英砂需求最大的两个行业，石英坩埚是硅片生产过程中必要耗材，石英坩埚所用内层高纯砂主要依靠国外进口，国内 4N8 以上产能有限。1) 供给端：目前全球范围内仅美国尤尼明、挪威 TQC 和国内的石英股份三家企业具备生产光伏坩埚用的高纯石英砂的能力。海外两家公司没有进一步扩产动力，石英股份在建 6 万吨高纯石英砂项目预计 2023 年投产。2) 需求端：受光伏、半导体行业快速发展的驱动，高纯石英砂处于持续供需紧张状态。3) 价格：根据上海有色网，截至 2023 年 4 月 28 日，高纯石英砂均价 12 万元/吨，较 2 月 23 日 5 万元/吨的价格涨幅达 140%，供需持续紧张下价格将维持高位。公司于行业上行期布局高纯石英砂，有助于缓解国内供给紧张局面。光伏制程污染防控设备龙头，累计公告中标订单金额超 43 亿元，验证公司一体化模式&产业链延伸能力。2023 年以来中标：1) 广西梧州 10GW 光伏电池配套系统项目，累计金额 6.57 亿元，单 GW 价值 6572 万元。2) 阿特斯阳光电力（泰国）年产 5.3GW 组件工艺配套系统，金额 1.57 亿元，单 GW 价值 2971 万元。3) 安徽宁国新能源高端智能制造产业园 EPC 项目，金额 19.57 亿元，联合体中标，机电设备金额约 10.53 亿元。4) 阜阳产业发展综合配套服务中心二期设计施工总承包项目，联合体中标，总金额 12.3 亿元。5) 湖北安博制药、长江源大健康产业园项目，合同金额 3.59 亿元。第二曲线打开，新成长+现金流改善可期。公

司积极拓展 1) 光伏电池片: 拟建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目, 一期 18GW 总投资 75 亿元, 计划 2023 年 4 月开工, 11 月投产, 是公司依托机电系统设计经验切入下游电池片领域的战略拓展。2) 水泥固碳&钢渣资源化: 矿粉市场规模超千亿, 公司首个项目已于 2022 年 11 月投产。共赢而非成本, 水泥&钢铁企业经济+排放解决双受益。 盈利预测与投资评级: 光伏景气度上行, 水泥固碳进展顺利, 考虑电池片业务贡献, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 2.40/9.04/12.51 亿元, 对应 26、7、5 倍 PE, 维持“买入”评级。 风险提示: 电池片扩产不及预期, 订单不及预期, 现金流风险。

(证券分析师: 袁理 研究助理: 陈孜文)

美年健康 (002044): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 2022 年业绩阶段性承压, 2023 年 Q1 恢复快于预期

投资要点 事件: 2022 年, 公司实现营收 85.33 亿元 (-7.41%, 同比下滑 7.41%, 下同)、归母净利润-5.33 亿元 (-965.78%)、扣非归母净利润-5.68 亿元 (-880.84%)。2022 年 Q4 季度, 公司实现营收 27.82 亿元 (-17.23%)、归母净利润-1.45 亿元 (-148%)、扣非归母净利润-1.44 亿元 (-150.45%), Q4 季度主要受疫情影响有所下滑。2023 年 Q1 季度, 公司实现营收 20.96 亿元 (+53.82%), 实现归母净利润-1.67 亿元 (+61.27%), 实现扣非归母净利润-1.76 亿元, Q1 季度恢复增长。2022 年业绩受疫情影响承压, 2023 年 Q1 有所回暖。2022 年四季度传统业务旺季期间, 核心城市受客观因素影响, 11-12 月体检收入较去年同期下跌 30%, 对全年业绩造成较大的影响。分品牌来看, 2022 年美年大健康收入 66.42 亿元 (-5.43%), 占比 77.8% (+1.1pct), 慈铭、奥亚收入 17.55 亿元 (-12.38%), 收入占比 20.6% (-1.3pct), 美兆收入 1.4 亿 (+7.7%), 占比 1.6% (+0.2pct)。2022 年公司体检人次 1839 万人 (-1.1%), 但客单价提升 2.6% 至 520 元。2023 年 Q1, 公司率先推出“阳康安心检”, 通过布局全域营销新业态, 实现客单价与销售增量升级。截至 2023 年 Q1, 公司旗下正在经营的体检中心为 611 家, 其中控股体检中心 291 家(+17 家); 参股体检中心 320 家。整体经营环境有望进入需求推动、量价齐升的良性发展通道。持续提升医疗质量, 强化品牌建设, 塑造创新产品力。公司通过抽查、巡检、第三方影像质控等方式加强质量管理, 2022 年公司影像报告平均达标率 92.1% (+5.9pct)。品牌塑造方面, 公司搭建了包括抖音号、视频号等 19 个平台在内的完善的自媒体矩阵, 同时不断扩大外部合作媒体数量, 重塑美年品牌在消费者心智中专业、友善、科技的新定位。此外, 公司持续利用健康体检大数据与 AI 人工智能结合, 实现了 AI 辅助超声甲乳结节自动识别分类、AI 辅助胸部 CT 阅片、超声流程自动化、检验产品远程质控等技术的核心突破, 有望进一步实现检前、检中、检后全流程的智能化。 盈利预测与投资评级: 考虑到行业需求扩容以及公司门店盈利能力和效率的提升, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润由 4.87/6.07 亿元上调为 5.25/8.37 亿元, 2025 年预计为 11.64 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 51/32/23X, 维持“买入”评级。 风险提示: 服务质量风险; 并购整合不达预期风险; 客流不及预期风险; 政策变动风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

柳钢股份 (601003): 2022 年&2023Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 看好盈利逐步改善

事件: 公司发布公告: 2022 年, 公司实现收入 807 亿元, 同比下滑 13%; 实现归母净利润-23.4 亿元, 2023Q1, 公司实现收入 172 亿元, 同比下滑 25%, 实现归母净利润为 2.69 亿元, 同比增 152%。点

评：业绩符合预期：公司 2022Q4 单季度归母净利润为 2.5 亿元，接近公司此前公告的业绩中值；2023Q1 单季度归母净利润为 2.7 亿元，同比增 152%，符合我们预期。看好公司盈利拐点。由于钢铁行业 2022 年整体下行，公司 2022 年铁、钢、材产量分别下滑 12%、9%、4%。公司对有隐患的高炉进行节能降耗改造，确保双基地高炉连续稳定运行，促进铁水综合成本不断下降，2022 四季度部分高炉指标创历史最好水平。公司 2023 年的生产目标相比 2022 年，铁、钢和材的产量有望同比增 26%、29%、51%。最具成长性的钢铁股。广西钢铁（公司持股 45.8%）2022 年拥有炼铁、炼钢和钢材实际产能分别为 608、630、919 万吨；在建炼钢产能 210 万吨。此外，公司在互动平台表示，公司控股股东也在上市时承诺优先将热轧和冷轧生产线转让给公司。广西钢铁目前仍富余的炼铁、炼钢的许可产能额度分别为 242、290 万吨，赋予公司潜在增长空间。关注澳煤进口恢复情况。公司地处西南，其中防城港基地更是位于北部湾畔；2022 年公司煤炭要到山西、山东、内蒙等北方地区采购，因此物流成本总体偏高；倘若后续澳煤放开，公司资源选择余地进一步扩宽，对公司会有正向作用。盈利预测与投资评级：基于公司 2022 年&2023Q1 报告，我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 1000/1100/1220 亿元，同比增速分别为 24%/10%/11%；基于 2023Q1，我们将 2023-2024 年归母净利润从 28/37 亿元下调至 21/27 亿元，即 2023-2025 年归母净利润为 21/27/31 亿元，同比分别为 191%/29%/13%；对应 PE 分别为 5/4/4x。考虑公司估值较低、吨钢市值较低且具备成长性，故维持公司“买入”评级。风险提示：需求不及预期；原材料价格波动。

（证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬）

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>