

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-17

宏观策略

2023年05月17日

宏观点评 20230516: 4月经济: 高基数“掩盖”了什么真相?

4月应该是2023年大多数经济数据同比的“高光”时刻,比如18.4%的社零增速,但是不得不说4月这场低基数的“翻身仗”打得并不漂亮。我们用统一的方法计算主要分项的基数效应,发现4月地产和工业生产没有“跑赢”基数效应,社零代表的以商品为主的消费略高于基数效应,相对而言,基建和制造业在没有太多基数支持的情况下继续发挥稳定经济的主要作用。4月经济数据和上周公布的信贷数据共同反映了当前我国经济的核心问题——内生动力不足。如果不能利用好第二季度低基数的窗口,尽可能多地获得稳经济的筹码,我们比较担心,在基建和制造业投资增速势必放缓的背景下,内生经济动能的惯性下滑。风险提示:东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期,对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期,对于中国出口的拖累不足。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230516: 基本面复苏放缓,但债市已提前定价

事件: 数据公布: 2023年5月16日,国家统计局公布2023年4月经济数据: 4月规模以上工业增加值当月同比5.6%,较3月回升1.7个百分点;社零当月同比18.4%,较3月回升7.8个百分点;2023年1-4月固定资产投资累计同比达4.7%,制造业投资、基建投资和房地产开发投资累计同比分别为6.4%、9.8%和-6.2%。观点: 低基数下产需两端恢复均低于预期,但需求恢复仍是亮点。在4月物价和金融数据低于预期后,基本面的弱势已被定价,经济数据的公布对利率的影响不大。在前期利率快速下行后,短期内基本面疲弱和降息的预期难以再度驱动利率快速下行,2023年一季度货币政策执行报告中对于政策的定调并未出现明显变化,仍然为“实施好稳健的货币政策,总量适度、节奏平稳”,短期内政策利率的调降难现。在当前点位,建议保持谨慎,采用票息策略,波段操作难度较大。风险提示: 疫情恢复情况不及预期;国内外货币/财政政策超预期调整。

行业

商贸零售行业点评报告: 4月社零总额同比+18.4%,消费持续恢复,低基数下录得高成长

事件: 5月16日,国家统计局公布2023年4月社零数据。2023年4月,我国社零总额为3.49万亿元,同比+18.4%,略低于wind一致预期的+20.2%;2021~2023年CAGR(下称近2年CAGR)为2.6%,前值为+3.3%。除汽车外的消费品零售额为3.13万亿元,同比+16.5%。建议关注: ①珠宝等恢复情况较好的可选消费领域;②景气度较高的平价消费、医美等赛道;③产业B2B、免税等兼具长期成长性和疫后修复弹性的赛道。推荐标的: 周大生,名创优品,爱美客,厦门象屿,中国中免等。风

风险提示：疫情二次冲击，居民消费意愿不及预期等

环保行业跟踪周报：“一带一路”绿色发展圆桌会成功召开，持续推荐水务固废价值重估+半导体治理

事件：“一带一路”绿色发展圆桌会成功召开，推动绿色低碳转型多边合作。5月10日，“一带一路”绿色发展圆桌会暨“一带一路”绿色发展国际联盟会员大会在京举行。42家中外机构作为首批成员单位加入联盟，会上发布了联盟《“一带一路”绿色交通案例报告》《“一带一路”项目绿色发展指南（三期）》，以及“一带一路”绿色低碳转型、绿色交通、城市气候合作等报告，并启动2023年“绿色丝路行”活动。重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，凯美特气，华特气体，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：鹏鹞环保，三峰环境，盛剑环境，再升科技，卓越新能。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

保险II行业点评报告：上市险企4月保费数据点评：寿险炒停加速拐点到来，关注队伍收入和信心恢复

事件：上市险企披露2023年4月保费数据，累计原保费增速及对应收入排序如下：中国人保(7%至2964亿元)、中国平安(6%至3227亿元)、中国太平(4%至834亿元)、中国人寿(4%至3573亿元)、中国太保(4%至1799亿元)和新华保险(0%至761亿元)。投资建议：我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特股催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。保险板块作为中特股的直接和间接受益品种，有望迎来戴维斯双击。一方面，险资股票投资主要以优质行业低估值、高股息龙头标的为主。上市险企对权益市场业绩综合弹性排序为：新华、国寿、太保、平安和人保，当持仓股票上涨10%的假设下，对上市险企平均集团EV、归母净利润和归母净资产的弹性分别为1.32%、52.0%和4.91%；另一方面，保险板块作为“中字头”集聚地，同样受益于估值催化。信心比黄金更重要，全面看好保险板块。负债端逻辑首推中国太保和中国平安，中特估主线推荐中国人寿、新华保险，关注中国人保。风险提示：1)长端利率持续下行；2)4月寿险炒停此前消耗客户需求

汽车行业点评报告：乘用车终端跟踪：5月上旬价格企稳

观点：购车情绪方面：观望情绪显著改善，犹豫期客户进入购车转化期。终端折扣方面：油车品牌5月折扣环比4月整体呈回收趋势，新能源品牌价格整体保持稳定。订单方面：5月上旬样本门店订单表现多数较佳，展望后续核心关注需求恢复持续性。投资建议：终端反馈短期整体有所回暖，表现在观望情绪缓解+部分积累订单逐步释放五一期间消费景气度高+价格体系整体稳定。后续乘用车价格战演绎核心看需求恢复持续性+新车上市表现+汽车下乡等政策落地情况。【整车板块反弹】优选：1)新车周期强且业绩正兑现【理想汽车/比亚迪】；2)加速新能源转型【长城汽车/吉利汽车/长安汽车】，其他关注：广汽集团/小鹏汽车/蔚来/上汽集团。风险提示：全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

银行业行业点评报告：延续宽松，呵护银行净息差——1季度货币政策执行报告点评

事件：5月15日，央行发布2023年第一季度货币政策执行报告。央行判断“三重压力得到缓解”，但“内生动力还不强、需求仍然不足”。一季度中国GDP增速4.5%，超出市场预期，部分源于积压的需求集中释

放。但4月以来PMI、社融、房地产销售等指标边际回落，说明经济内生动力不足，基础薄弱，仍需政策呵护。银行净息差触底、估值触底，将迎戴维斯双击。央行Q1货币政策执行报告表明维持宽松，维持信贷增长总量适度、节奏平稳，呵护银行净息差。近期存款利率降低、净息差触底、“中特估”行情催化等因素共同叠加，银行板块迎来多重利好。建议关注两条主线，一是基本面优质的城商行，推荐苏州银行，关注杭州银行、江苏银行、常熟银行、成都银行，二是受益于估值修复、高股息、基本面稳健的国有大行。风险提示：房地产销售回暖和居民消费意愿不及预期。

推荐个股及其他点评

南网能源（003035）：输配电电价新政出台，利好工商业负荷管理+工商业储能

事件：国家发改委发布《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》，核定2023年-2026年的电网输配电价。本次核价对电压等级、用户类别等进行了精简处理，分电压等级核定容（需）量电价，并将线损、抽水蓄能容量电费等多项此前包含在输配电价中的费用单列，推动了输配电价的结构合理，减少了交叉补贴。输配电价向工商业用户疏导，为用户侧负荷管理+工商业储能留足窗口。工商业屋顶光伏+工商业储能是企业应对电荒、获得峰谷套利的有效手段。盈利预测与投资评级：我们看好“能耗双控”和分时电价下工商业节能服务需求潜力，我们维持2023-2025归母净利润预测为7.47、10.76、14.70亿元，对应PE为35、24、18倍，维持“买入”评级。风险提示：我国分布式光伏发展不及预期的风险；可再生能源补贴过长时间无法收回的风险；毛利率超预期下滑的风险等

焦点科技（002315）：AI赋能平台卖家、买家，AI助手有望成为外贸团队助力企业营销发展

事件：买家和卖家产品同时发布，未来AI助手有望成为外贸团队助力企业营销发展：5月15号发布会推出了正式版的AI麦克助手，其能力达到10年外贸专家水平。盈利预测与投资评级：我们维持此前的预测，预计公司2023-2025年营收分别为17.90/21.63/25.97亿元，归母净利润分别为3.91/5.01/6.35亿元，现价对应PE为30.11/23.50/18.53倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，估值显著低于同类SaaS可比公司广联达、万兴科技、金山办公等，未来有望受益于“科技赋能+SaaS模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，给予50倍PE估值，维持“买入”评级。风险提示：海外出口需求不及预期，新技术接入效果不及预期。

华荣股份（603855）：防爆电器逐鹿全球第一梯队，由“产品”转向“服务”改写行业理念

观点：资本开支扩张+原材料价格趋缓+市场空间广阔，公司逐鹿全球第一梯队指日可待。盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年EPS分别为1.4、1.9、2.3元，对应PE分别为20/15/12倍，基于公司在国内防爆电器龙头地位稳固，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：海外业务交付不及预期；新兴业务拓展不及预期、煤炭行业景气度下行、照明行业竞争加剧、宏观经济波动造成需求下滑、原材料价格波动等。

普瑞眼科（301239）：“高举高打”聚焦省会等优质市场布局，未来盈利

提升空间大

投资逻辑：随着人口老龄化与消费升级，眼科医疗需求持续增长，我国眼科市场规模持续扩容。普瑞眼科将聚焦省会直辖市等重点城市布局 60-70 家医院，核心业务屈光项目高增长高毛利，视光业务有望加速增长。随着新开医院逐步成长成熟，公司未来将呈现收入利润高增长。随着人口老龄化与消费升级，眼科医疗需求持续增长，我国眼科市场规模持续扩容。普瑞眼科将聚焦省会直辖市等重点城市布局 60-70 家医院，核心业务屈光项目高增长高毛利，视光业务有望加速增长。随着新开医院逐步成长成熟，公司未来将呈现收入利润高增长。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.78/33.38/43.11 亿元，归母净利润分别为 2.59/2.87/3.97 亿元，对应当前市值的估值为 76/69/50 倍。考虑到公司医院扩张模式成熟，随着新开医院爬坡及医院逐步扭亏，预计公司收入端将实现快速增长，利润率提升空间大。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：医院扩张或整合不及预期、医院盈利提升不及预期、医疗事故风险。

南网储能（600995）：发改委重新核定容量电价，不改抽蓄盈利水平

事件：（1）国家发改委发布《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》，核定 2023 年-2025 年的电网输配电价； 2）抽水蓄能容量电价部分通常在输配电价环节进行疏导，本次南网储能 7 座投运抽水蓄能容量电价也进行了重新核定。虽容量电价小幅下降，但电力市场化进程加快电量电价有望根本性提高。抽水蓄能电价有两部分组成：容量电价+电量电价。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 21 亿、26 亿、33 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 21 倍、17 倍、13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

宏观策略

宏观点评 20230516: 4月经济: 高基数“掩盖”了什么真相?

4月应该是2023年大多数经济数据同比的“高光”时刻,比如18.4%的社零增速,但是不得不说4月这场低基数的“翻身仗”打得并不漂亮。我们用统一的方法计算主要分项的基数效应,发现4月地产和工业生产没有“跑赢”基数效应,社零代表的以商品为主的消费略高于基数效应,相对而言,基建和制造业在没有太多基数支持的情况下继续发挥稳定经济的主要作用。4月经济数据和上周公布的信贷数据共同反映了当前我国经济的核心问题——内生动力不足。如果不能利用好第二季度低基数的窗口,尽可能多地获得稳经济的筹码,我们比较担心,在基建和制造业投资增速势必放缓的背景下,内生经济动能的惯性下滑,具体数据如下:去库存依旧是当前工业制造业最大的压力。虽然有低基数,但是工业制造业似乎并未享受到放开后经济复苏的红利,4月工业增加值环比负增0.47%,为有数据以来4月环比增速的最低值。从单月同比增速来看,汽车制造业遥遥领先(44.6%),导致4月5.6%的工增同比增速中,有近2.4%来自于汽车行业,这主要受益于极低的基数和4月新能源车的亮眼出口。其他方面,电气机械依旧是工业生产中表现最稳定的部分,自2022年下半年以来长期处于前二的地位,背后的动力一方面来自于基建的支持,另一方面“新三样”出口的发力同样功不可没。我们依旧维持对于工业制造业整体处于主动去库存阶段的判断,而根据最新的数据,去库存的阶段至少要持续到第三季度末。而期间是否能由主动去库存转换至被动去库存的关键在于相关出口是否能稳住。制造业投资:政策的直接拉动可能接近拐点。2021年至2022年制造业投资整体的表现都不赖,这也导致相较其他主要分项,4月制造业投资享受的低基数红利很少,5.3%的同比增速虽然有所放缓,但并不差。不过从结构上看,此前一直是压舱石的电气机械行业(在制造业投资中占比前五)开始出现放缓的迹象,这可能意味着政策对于企业投资的直接支持可能已经接近拐点,在政策整体谨慎的背景下,往后看将越来越考验企业自身的内生投资意愿是否能接棒。基建:增速放缓下的结构分化。2023年以来基建持续发力,4月广义基建投资同比增速录得7.9%(去年4月为4.4%),基建投资势头依旧强劲。公共设施投资增速下滑打破了一季度基建三大组成部分均衡发力的现象,电热水以及交通运输成为4月基建投资的“主力军”,不过后者对基建投资增速的拉动作用略弱于前者,这主要源于铁路和道路投资增速齐降。2023年基建投资仍是推动经济增长的一大主要发力点,同时财政部对于“加快地方政府专项债券发行和使用”的政策定调意味着地方专项债可撬动社会投资,使更多实物工作量落地见效。但不可否认的是在总量政策相对偏谨慎的情况下,基建增速继续降低的压力越来越大,如何更好地撬动民间投资将是未来几个月的重点工作,这也意味着基建投资自身会出现结构性分化,例如收益性相对更差的部分(如市政公共设施)可能面临更大的压力。消费:复苏有些“底气不足”。4月社零因去年低基数同比录得18.4%,但环比看却是除2022年的近10年同期的最大降幅,可能反映两点:一是前期积压的需求释放可能告一段落;二是政策目前仍偏向“场景性”修复,五一假期消费的火热有“集聚”现象,加之社融数据反映的“取钱还贷”,居民的日常消费仍偏谨慎。分项来看,出行类消费仍是主要拉动,汽车、石油及制品、餐饮表现持续强劲,不过4月乘联会口径汽车零售销量55.5%,与汽车项零售额

两年复合同比增速-2.8%背离，看来“以价换量”的代价有些大。家电、家具及装潢为拖累项，显示地产链需求持续疲软。值得一提的是4月限额以下社零增速更快，或反映疫后更广义上的人口流动与就业好转。地产：亮眼的竣工和“不争气”的投资。4月经济表现最差的部分可能就是地产投资，在基数效应下跌幅反而大幅走阔至16%，4月新开工与施工面积继续探底，不过竣工面积同比增长37%，两年复合平均同比增速也有11.5%，地产依旧呈现极端冷热分化的局面。虽然投资持续萎缩，但考虑到近期一线城市房价重新回升，或难以期待大规模的需求端刺激，政策预计主要还是延续政治局会议提及的落实保交楼以及保障性住房，二季度地产供给端大概率还是以收窄跌幅为主。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

固收金工

固收点评 20230516：基本面复苏放缓，但债市已提前定价

事件 数据公布：2023年5月16日，国家统计局公布2023年4月经济数据：4月规模以上工业增加值当月同比5.6%，较3月回升1.7个百分点；社零当月同比18.4%，较3月回升7.8个百分点；2023年1-4月固定资产投资累计同比达4.7%，制造业投资、基建投资和房地产开发投资累计同比分别为6.4%、9.8%和-6.2%。观点 低基数下产需两端恢复均低于预期，但需求恢复仍是亮点。分生产和需求来看，4月规模以上工业增加值当月同比和社零当月同比分别较3月上行1.7和7.8个百分点。一方面，在去年4月的低基数效应下，wind一致预期分别为9.66%和20.21%，因此产需两端恢复均低于预期。另一方面，自2020年新冠疫情以来，经济数据月度间的波动较大，因此计算2020-2023年的四年几何平均增速，4月工业增加值和社零当月同比分别为4%和3.5%，对比下2019年4月两者的当月同比分别为5.4%和7.2%，产需两端均未回到疫情前水平。第一，4月PMI生产分项为50.2%，较3月回落4.4个百分点。2019-2022年4月生产PMI的均值为50.6%，今年低于季节性均值，仅高于受疫情扰动严重的2022年4月。往年4月的PMI生产分项通常均出现环比回落，但以2020年为例，当年3月PMI升至54.1%的高位，4月仅小幅回落至53.7%，因此今年工业企业的生产在疫后回补过后，仍然受制于下游需求。第二，升级类消费品和餐饮收入的大幅增长成为需求亮点，而地产周期商品的销售则相对乏力。以化妆品和金银珠宝为代表的升级类消费品的4月零售额当月同比分别为24.3%和44.7%，较3月上行14.7和7.3个百分点。同时，受出行需求推动，4月餐饮收入当月同比为43.8%，成为除升级类消费品外增长的第二大亮点。与之相对，以建筑及装潢材料和家具为代表的地产周期商品4月零售额当月同比分别为-11.2%和3.4%，较3月下行6.5和0.1个百分点。4月城镇调查失业率为5.2%，较3月下降0.1个百分点，居民收入向消费传导的第一步打通，但需要观察消费意愿在疫后和小长假的双重刺激后能否持续。制造业、基建和房地产投资累计同比延续下滑。2023年1-4月，固定资产投资累计同比较1-3月回落0.4个百分点，其中制造业、基建和房地产投资分别下滑0.6、1.0和0.4个百分点。同样计算2020-2023年1-4月累计同比的四年几何平均增速，三者分别为4.7%、6.1%和1.8%，制造业和基建投资较2019年同期上行2.2、3.1个百分点，而房地产投资

则下滑 10.1 个百分点，制造业中的高技术产业以及基建的政策支持力度令固定资产投资维持韧性。(1) 制造业方面，工业企业利润低位徘徊对制造业投资的滞后负面效应，以及 PPI 处于负值区间是负面因素，但高技术产业形成支撑。2022 年至今，工业企业利润累计同比连续下滑，仅 2023 年 1-3 月的累计同比略回升至 -21.4%，但仍处于深度负区间。亮点在于高技术产业投资，其 1-4 月累计同比 14.7%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 15.3% 和 13.4%。(2) 基建方面，财政政策保持积极，但开工率下滑。2023 年 1-4 月新增专项债券总发行量为 15658 亿元，对比来看去年同期新增专项债发行 13931 亿元，今年的财政发力依然前置。但作为可观察项目开工情况的高频指标，石油沥青装置开工率自 4 月 5 日起连续下滑 6.4 个百分点至 5 月 3 日的 32.1%。(3) 房地产投资方面，新开工面积出现下滑预示后续增长乏力。2023 年 1-3 月的新开工面积累计同比为 -19.2%，较 1-2 月下滑 9.8 个百分点，或与建筑和装潢材料类零售额的下滑形成呼应。同时，1-4 月房地产开发资金累计同比下滑 6.4%，资金链条的紧张同样不利于房地产投资的后续回升。 债市观点：在 4 月物价和金融数据低于预期后，基本面的弱势已被定价，经济数据的公布对利率的影响不大。在前期利率快速下行后，短期内基本面疲弱和降息的预期难以再度驱动利率快速下行，2023 年一季度货币政策执行报告中对于政策的定调并未出现明显变化，仍然为“实施好稳健的货币政策，总量适度、节奏平稳”，短期内政策利率的调降难现。在当前点位，建议保持谨慎，采用票息策略，波段操作难度较大。 风险提示：疫情恢复情况不及预期；国内外货币/财政政策超预期调整。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳)

行业

商贸零售行业点评报告：4 月社零总额同比+18.4%，消费持续恢复，低基数下录得高成长

事件 5 月 16 日，国家统计局公布 2023 年 4 月社零数据。2023 年 4 月，我国社零总额为 3.49 万亿元，同比+18.4%，略低于 wind 一致预期的+20.2%；2021~2023 年 CAGR（下称近 2 年 CAGR）为 2.6%，前值为+3.3%。除汽车外的消费品零售额为 3.13 万亿元，同比+16.5%。

点评 线上社零增速快于线下。4 月，网上实物商品零售额为 0.93 万亿元，同比+20.8%，近 2 年 CAGR 为 7.0%（前值为+6.8%）；推算线下社零总额为 2.56 万亿元，同比+17.5%，近 2 年 CAGR 为 1.1%（前值为+2.2%）。从 2021~23 年 CAGR 上看，4 月网上实物商品零售额增速与 3 月相当，而线下社零增速有所放缓，主要是因为线下的商品零售近两年 CAGR 增速从 3 月的 2.0% 下降至 0.4%。 分消费类型看：餐饮好于商品零售。4 月商品零售额同比+15.9%，近两年 CAGR 为 2.3%（前值为+3.3%）；餐饮收入同比+43.8%，近 2 年 CAGR 为 5.4%（前值为+2.8%）。分品类看：可选品整体表现良好，表明居民消费意愿不断增强。 分品类看：必选品表现相对更好，大件可选品消费仍然有待恢复。 必选消费品整体表现相对更好：4 月粮油食品、饮料、烟酒、日用品类分别同比+1.0%/ -3.4%/+ 14.9%，近两年 CAGR 为 +5.4%/ +1.2%/ +3.4%。 可选消费品温和恢复，但大件消费品仍承压：4 月，金银珠宝类受益于金价上涨表现持续亮眼，同比+44.7%，近两年 CAGR 达 3.0%。服装、化妆品同比+32.4%/ +24.3%，近 2 年 CAGR 为 1.1%/ -1.7%。汽车、通讯器材等较大件的消费品，以及建材、家具等与地产相关的消费品仍然承压，表明居民消费意愿仍然有待恢复。

总体上看，4月消费仍延续疫情放开之后的恢复趋势。各领域中：①必选消费、服务消费恢复情况较好；②金银珠宝受益于金价上涨表现突出；③化妆品、服装等可选品温和复苏；④大件可选消费品仍有待恢复。基础消费、平价消费热度较高，而大件消费、悦己消费的恢复，或仍需等待居民消费意愿进一步提升。建议关注：①珠宝等恢复情况较好的可选消费领域；②景气度较高的平价消费、医美等赛道；③产业B2B、免税等兼具长期成长性和疫后修复弹性的赛道。推荐标的：周大生，名创优品，爱美容，厦门象屿，中国中免等。风险提示：疫情二次冲击，居民消费意愿不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

环保行业跟踪周报：“一带一路”绿色发展圆桌会成功召开，持续推荐水务固废价值重估+半导体治理

投资要点 重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，凯美特气，华特气体，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：鹏鹞环保，三峰环境，盛剑环境，再升科技，卓越新能。“一带一路”绿色发展圆桌会成功召开，推动绿色低碳转型多边合作。5月10日，“一带一路”绿色发展圆桌会暨“一带一路”绿色发展国际联盟会员大会在京举行。42家中外机构作为首批成员单位加入联盟，会上发布了联盟《“一带一路”绿色交通案例报告》《“一带一路”项目绿色发展指南（三期）》，以及“一带一路”绿色低碳转型、绿色交通、城市气候合作等报告，并启动2023年“绿色丝路行”活动。低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，水务固废环保资产价值重估。1) 水务：低估值+高分红+稳定增长。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长，2022-2023年承诺分红≥50%，2022年股息率5.18%，净现比提至2.31，自由现金流转正。预计2023-2025年复增10%，对应2023年PE 8.7；建议关注【鹏鹞环保】PB(LF)仅1.09，出售资产一级市场接近翻倍定价，在手现金9亿市值47亿，转型潜力大。2) 垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。重点推荐【光大环境】固废龙头恒强，运营占比提升+国补回笼+资本开支下降，现金流改善在即，PB0.46倍，2017年以来分红维持30%左右，2022年股息率6.80%，对应2023年PE 4.3；【瀚蓝环境】国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，整合进行时，预计2023-2025年复增15%，对应2023年PE 12.1。建议关注【三峰环境】国补加速，2022年净现比提至1.6倍，自由现金流转正。设备发力海外市场，对应2023年PE 10.5。(估值日期：2023/5/10) 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】【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：中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善，一带一路助力，水务固废资产价值重估。锂电回收周报：锂价小幅回升&折扣系数上行，技术&回收渠道建设继续推进。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)

保险 II 行业点评报告：上市险企 4 月保费数据点评：寿险炒停加速拐点到来，关注队伍收入和信心恢复

投资要点 事件：上市险企披露 2023 年 4 月保费数据，累计原保费增速及对应收入排序如下：中国人保(7%至 2964 亿元)、中国平安(6%至 3227 亿元)、中国太平(4%至 834 亿元)、中国人寿(4%至 3573 亿元)、中国太保(4%至 1799 亿元)和新华保险(0%至 761 亿元)。寿险：寿险炒停加速拐点到来，关注队伍收入和信心恢复。2023 年以来寿险业负债端拐点正在验证，寿险保费增速持续回暖。2023 年 4 月，寿险当月原保费增速排序如下：太平寿险(10%)、平安寿险及健康险(8%)、人保寿险及健康险(6%)、中国人寿(6%)、新华保险(-2%)和太保寿险(-6%)。我们预计 4 月新单继续保持大两位数同比增长，价值复苏从曙光初现到数据验证。预定利率下调(从 3.5%下调到 3.0%)预期下，客户问询增加，虽然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。本月太保全新推出重疾险产品，以核心高保障+创新优服务革新重疾风险解决方法。新华保险延庆颐享社区在养老机构进行备案，5 月 1 号正式运营。中国人寿举行“确诊保(2023 版)”项目启动会，联合浙大邵逸夫医院，共同打造“卓越医疗+商业保险+健康综合管理服务”合作模式。人保寿险 4 月单月首年期交带动整体新单增速，期缴同比大幅增长 136.6%(1 至 3 月逐月增速分别为-18.9%、63.4%和 109.0%)，增速逐月抬升得益于疫后居民保费消费稳步恢复和短期预定利率下调激发居民保本刚兑型储蓄业务需求。我们预计 1H23 上市险企 NBV 同比增速排序为：太保(+20%)>平安(+15%)>国寿(+10%)>新华(+5%)。财险：宏观经济稳步复苏，车险业务平稳增速，非车险业务持续复苏。2023 年 4 月，财险当月原保费增速排序如下：太保财险(13%)、平安财险(7%)、人保财险(7%)、太平财险(3%)。4M23 人保财险车险和非车保费累计同比增速分别为 6.4%和 12.1%，非车业务占比同比提升 1.3 个百分点至 56.5%。4 月中国财险车险保费同比增速降至 6.1%(3M23: +7.0%)，新车销量增幅上升至 82.7%，增速较上月有显著增加(3M23: 9.7%)。公司车险业务韧性显著，总体呈平稳增长趋势。人保财险非车持续高增得益于农险、信保业务及货运险单月保费同比高增，分别为 17.2%、31.0%、24.8%。1Q23 中国财险新准则下净利润同比增长超过 20%，2Q23 以来整体出险率同环比虽有提升(2023 年 1 至 4 月，网约车订单单月同比增速分别为-18%、18%、33%、48%)，但得益于未决赔款准备金释放和业务结构和品质的持续改善，公司承保利润有望延续同比改善的趋势，我们预计公司 2023 年全年 ROE 有望提升至 13.5%，业绩表现当弱不弱，估值修复更进一步。投资建议：我们认为保险

板块本轮上涨，短期靠中特股催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。保险板块作为中特股的直接和间接受益品种，有望迎来戴维斯双击。一方面，险资股票投资主要以优质行业低估值、高股息龙头标的为主。上市险企对权益市场业绩综合弹性排序为：新华、国寿、太保、平安和人保，当持仓股票上涨 10% 的假设下，对上市险企平均集团 EV、归母净利润和归母净资产的弹性分别为 1.32%、52.0% 和 4.91%；另一方面，保险板块作为“中字头”集聚地，同样受益于估值催化。信心比黄金更重要，全面看好保险板块。负债端逻辑首推中国太保和中国平安，中特估主线推荐中国人寿、新华保险，关注中国人保。风险提示：1) 长端利率持续下行；2) 4 月寿险炒停此前消耗客户需求

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽)

汽车行业点评报告：乘用车终端跟踪：5 月上旬价格企稳

投资要点 购车情绪方面：观望情绪显著改善，犹豫期客户进入购车转化期。根据 5 月多家终端门店调研反馈，由于 3 月东风湖北地区大幅降价带来的消费者观望情绪处于显著改善中，受此影响未进行购车的用户在 4 月底 5 月初普遍转化，环比来看进入相对正常购车选车节奏。整体而言消费者对车价较敏感，购车决策周期普遍拉长，购车行为整体更加谨慎。终端折扣方面：油车品牌 5 月折扣环比 4 月整体呈回收趋势，新能源品牌价格整体保持稳定。4 月底 5 月初车展带来较高关注度&假期客流量较大，多数车企在客流基础较好的基础上为提升订单转化率加折扣。随着假期结束&车展效应回落，多数品牌回收折扣。区分能源类型来看：1) 油车品牌：经销体系下决定终端折扣的核心因素在于提车任务/终端销售情况之间的平衡，反应降价压力的核心指标即为库存水平。5 月厂家提车任务未有明显增长，同时观望客户转化&五一期间销售基础较好使得 5 月上旬终端销售也表现较好，多数油车品牌渠道去库，因此在 5 月第二周起陆续选择回收折扣调节盈利。2) 新能源品牌：直营体系下决定终端折扣的核心因素在于产能/订单之间的平衡，无经销商库存体系缓冲，新能源品牌折扣水平与订单深度紧密相关。5 月新能源车部分换代车型加折扣，其余多数车型价格保持稳定或以礼包形式进行温和小额折扣放大。展望后续价格：由于季度末加库预期+消费淡季，样本门店普遍预期折扣将放大。订单方面：5 月上旬样本门店订单表现多数较佳，展望后续核心关注需求恢复持续性。1) 油车品牌：五一期间多数油车品牌景气度较高，核心来自观望客户转化+车展/五一期间放折扣提成交率，全月预期来看假期成交对下旬订单存在一定程度上的透支+天气渐热获客难度增加，受访门店预计全月环比小幅正增长。2) 新能源车品牌：受访门店普遍预期环比持平或微幅增长，主要原因为折扣未进行大幅调整+5 月多数新车未进入放量期。重点新车方面：已上市新车终端反馈评价分化，未上市新车前期咨询意向度较高。蔚来 ES6/银河 L7/小鹏 G6 等未上市车型受访门店反馈较佳，意向客户设定较为明确的价格预期。后续新车上市或将对销量有显著提振作用。经销体系方面：分化加剧。2022 年疫情影响下部分燃油车品牌经销商出现持续亏损，2023 年以来竞争加剧压力下经销商盈利能力出现进一步损伤，部分门店经营承压下存在退网预期。但由于油车经销商售后服务仍能保证稳定盈利，缓解部分新车端销售压力。投资建议：终端反馈短期整体有所回暖，表现在观望情绪缓解+部分积累订单逐步释放五一期间消费景气度高+价格体系整体稳定。后续乘用车价格战演绎核心看需求恢复持续性+新车上市表现+汽车下乡等政策落地情况。【整车板

块反弹】优选：1) 新车周期强且业绩正兑现【理想汽车/比亚迪】；2) 加速新能源转型【长城汽车/吉利汽车/长安汽车】，其他关注：广汽集团/小鹏汽车/蔚来/上汽集团。 风险提示：全球经济复苏低于预期；乘用车价格战超出预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

银行业点评报告：延续宽松，呵护银行净息差——1 季度货币政策执行报告点评

事件：5月15日，央行发布2023年第一季度货币政策执行报告。央行判断“三重压力得到缓解”，但“内生动力还不强、需求仍然不足”。一季度中国GDP增速4.5%，超出市场预期，部分源于积压的需求集中释放。但4月以来PMI、社融、房地产销售等指标边际回落，说明经济内生动力不足，基础薄弱，仍需政策呵护。货币政策延续“精准有力”“跨周期调节”，删去“不搞大水漫灌”表述。央行Q1报告定调“稳健的货币政策要精准有力”，延续政治局会议提法。一方面延续三重兼顾提法、搞好跨周期调节，另一方面，强调“着力支持扩大内需，为实体经济提供有力、稳固支持”，删去“不搞大水漫灌”。我们判断，货币政策基调整体延续宽松，仍有必要巩固复苏态势。流动性合理宽裕，信贷从“有效增长”变为“总量适度，节奏平稳”，结构性货币政策工具“有进有退”。流动性方面，央行通过小幅降准、超量续作MLF等方式补充流动性，缓解了一季度流动性偏紧的局面。信贷方面，一季度金融数据亮眼，但信贷冲量透支市场主体的融资需求，4月金融数据大幅回落，因此央行强调“保持信贷总量有效增长和可持续性”；结构性货币政策工具方面，央行首次明确披露“进退原则”，其中，碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款进行延期，科技创新再贷款、设备更新改造专项再贷款、保交楼贷款支持计划等工具将逐步退出，设立房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划。央行判断“当前我国经济没有出现通缩”，下半年通胀可能逐步回升。3-4月整体物价出现阶段性回落，央行设专栏回应市场对通缩的担忧，今年以来物价涨幅阶段性回落主要由于供给能力恢复、需求修复偏弱以及高基数效应等因素影响，并强调中国经济并未通缩，“预计下半年CPI中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近”。海外经济维持放缓判断，新增“通胀回落速度不及预期”，关注银行业危机，延续“以我为主兼顾内外平衡”。当前海外经济最大的风险点来自于欧美银行业危机对金融稳定带来的持续冲击，央行新增专栏分析硅谷银行事件对我国金融市场影响可控，但需吸取经验教训，避免货币政策大放大收、加强中小金融机构监管、关注银行资产负债结构稳定性等。未来需密切关注全球经济下行压力和海外金融风险传导。利率重在“存款利率”，呵护银行净息差。央行开设专栏讨论“保持利率水平合理适度”，贷款利率方面，2023年3月贷款加权平均利率降至4.53%，同比下45bp，个人住房贷款利率、一般贷款利率和企业贷款利率进一步下降，均仍处于历史低位，分别较上年12月下降12、4、2bp。存款利率方面，央行强调“指导利率自律机制成员根据市场利率变化合理调整存款利率”，4-5月多家银行相继下调存款挂牌利率、协议存款和通知存款利率，保护银行净息差稳定。银行净息差触底、估值触底，将迎戴维斯双击。央行Q1货币政策执行报告表明维持宽松，维持信贷增长总量适度、节奏平稳，呵护银行净息差。近期存款利率降低、净息差触底、“中特估”行情催化等因素共同叠加，银行板块迎来多重利好。建议关注两条主线，一是基本面优质的城商行，推荐苏州银行，关注杭州银行、江苏银行、常熟银行、成都银行，二是受益于估值修复、高股息、基本面

稳健的国有大行。 风险提示：房地产销售回暖和居民消费意愿不及预期。

(证券分析师：胡翔 研究助理：曹志楠)

推荐个股及其他点评

南网能源 (003035): 输配电电价新政出台, 利好工商业负荷管理+工商业储能

事件：国家发改委发布《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》，核定 2023 年-2026 年的电网输配电价。本次核价对电压等级、用户类别等进行了精简处理，分电压等级核定容（需）量电价，并将线损、抽水蓄能容量电费等多项此前包含在输配电价中的费用单列，推动了输配电价的结构合理，减少了交叉补贴。输配电电价向工商业用户疏导，为用户侧负荷管理+工商业储能留足窗口。（1）变化一：首次引入负荷率挂钩激励指标。细化两部制电价中容（需）量电价，执行两部制电价的户，除了支付电量电价外，还需按照变压器报装容量或最大需量支付容（需）量电费，电压等级越高，容（需）量电价越低，按照需量付费的大工商业用户可通过降低控制需量降低成本，这也是本轮改革最大的变化，首次引入与负荷率挂钩的激励约束机制，有助于鼓励工商业用户侧按照实际用电情况合理报装容量，利好虚拟电厂负荷聚合商以及用户侧开展工商业储能。（2）变化二：将原来大工业+一般工商业合并为工商业，减少了大工业对工商业的交叉补贴。（3）变化三：将抽水蓄能容量电费、辅助服务费从输配电中剥离，单独计入系统运行费用，为电网侧储能和系统运行辅助费留足窗口。工商业屋顶光伏+工商业储能是企业应对电荒、获得峰谷套利的有效手段：（1）行业变化一：新型电力系统下工商业企业被拉闸限电现象频发，工商业屋顶光伏+工商业储能一方面可以给工商业企业提供电价折扣，一方面也能为电荒情形下提供稳定电源；（2）行业变化二：峰谷价差拉大，工商业储能从 0 到 1，已具备经济性，产业化趋势加快形成，我国电价机制下电化学储能或在工商业储能侧率先实现产业化；（3）行业变化三：电力市场节奏加快，我们预计今年各地虚拟电厂板块将出现成熟的盈利模式，为屋顶光伏+工商业储能增加新的盈利模式。（4）行业变化四：负荷侧综合能源服务是新型电力系统转型的重要参与者。综合能源服务与互联网的结合即为虚拟电厂最重要的可控负荷，公司聚焦建筑节能+工业节能，在多领域积累了深厚的综合能源服务经验，综合能源服务与互联网的结合将重塑节能服务行业生态，也是电网从“源随荷变”转向“荷源协调”的必经之路。 盈利预测与投资评级：我们看好“能耗双控”和分时电价下工商业节能服务需求潜力，我们维持 2023-2025 归母净利润预测为 7.47、10.76、14.70 亿元，对应 PE 为 35、24、18 倍，维持“买入”评级。 风险提示：我国分布式光伏发展不及预期的风险；可再生能源补贴过长无法收回的风险；毛利率超预期下滑的风险等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

焦点科技 (002315): AI 赋能平台卖家、买家, AI 助手有望成为外贸团队助力企业营销发展

投资要点 买家和卖家产品同时发布，未来 AI 助手有望成为外贸团队助力企业营销发展：5 月 15 号发布会推出了正式版的 AI 麦克助手，其能力达到 10 年外贸专家水平，功能主要四方面：1) 信息发布层面：除内容生成以外，还可做文案润色、图片处理、信息处理，可对产品

图片进行加工。2) 搜索产品优化: 对搜索引擎的关键词优化, 会自动识别买家常用搜索词, 对买家的需求进行分析和存档, 扩展买家可能搜索词, 更好的提升公司产品的被搜索可能性。3) 商机跟进: 根据不同的媒体平台, 做出不同的内容营销, 可以围绕多个场景, 不同语种去做营销。买家背调查看买家的喜好, 定制买家的需求。此外还可以根据不同的商品和买家进行智能回复。4) 语音解析搜索: 面向海外买家开放语音解析搜索的功能, 买家只需说出采购需求, 能精准分析并即时匹配产品, 大幅提高了采购效率。未来7月份将发布更为重要的版本, 它会实现 AI 营销团队, 可以帮助客户生成营销的图片视频和线上的数字人的直播。此外 AI 客服 24 小时帮助接待买家, 并且针对产品知识的学习, 设置提供不同的产品报价和不同的应答话术等更重磅的功能。未来一个数字人有望成为一个外贸团队, 帮助提升企业的能力。 AI 赋能之后公司 ARPU 值、付费用户数和变现方式都将促进景气度大幅提升, 行业格局有望出现改变: 1) AI 功能的接入能够帮助焦点的卖家客户节约 1-2 个人的人效, 工具的介入使得新人也能很好完成营销任务, 外贸行业门槛大幅降低。公司因此可以大幅提升其用户的 ARPU 值和付费用户数。2) 过往主要针对卖家进行变现, 未来有更多数据沉淀在平台后, 公司可以推出更多针对买家的产品。一方面可以提升买家的活跃度, 助力卖家更好的对接, 另一方面也可以对买家进行变现, 买家拥有更强的付费能力和 2000 万家客户。3) 焦点目前上线大模型的速度和大模型的质量远超阿里巴巴国际站, 伴随着 AI 的赋能, 明星 AI 产品的引入有望弥补公司在弱势行业的不足, 长期行业格局有望因此改变。 盈利预测与投资评级: 我们维持此前的预测, 预计公司 2023-2025 年营收分别为 17.90/21.63/25.97 亿元, 归母净利润分别为 3.91/5.01/6.35 亿元, 现价对应 PE 为 30.11/23.50/18.53 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头, 估值显著低于同类 SaaS 可比公司广联达、万兴科技、金山办公等, 未来有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势, 迎来加速增长, 给予 2023 年 50 倍 PE 估值, 维持“买入”评级。风险提示: 海外出口需求不及预期, 新技术接入效果不及预期。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦 研究助理: 王世杰)

华荣股份 (603855): 防爆电器逐鹿全球第一梯队, 由“产品”转向“服务”改写行业理念

投资要点 资本开支扩张+原材料价格趋缓+市场空间广阔, 公司逐鹿全球第一梯队指日可待: 1) 国际能源署 (IEA) 表明全球石油市场可能在 2023 年 H2 吃紧, 或将进一步推高油价, 且从近 20 年来看, 油价和三桶油资本开支基本呈正相关, 油价抬升或将促进“三桶油”等石化企业资本开支增加, 利好公司核心厂用防爆业务板块发展。2) 公司原材料成本占总成本约 70%+, 主要材料为铝和钢铁、塑胶等, 2023 年 3 月底铝和钢铁较 2022 年最高点分别回落 21%/14%, 同时塑胶 2022 年全年处于高位, 预计 2023 年原材料价格波动有望趋缓, 盈利能力有望提升。3) 石油化工全产业链均需要防爆电器, 预计到 2025 年我国七大石化基地的炼油产能将占据全国总产能 40%, 石化新增及置换产能需求持续增长。原煤产量持续增长, 2022 年产量 45 亿吨 (yoy+10%), 2017-2022 年 CAGR 为 5.5%, 煤炭景气度有望持续上行利好矿用业务板块。专业照明需求场景多元, 预计全球智能照明市场规模 2021-2028CAGR 为 20%, 照明领域有望发展迅速。同时新能源、海工、军工、白酒等新兴业务多点开花, 广阔市场空间助力公司业务快速发展。4) 竞争格局: 全球角度公司 2022 年排名第三, 占比

8%，CR6 集中度 56%，对比来看公司更专注在防爆业务，存在市占率提升逻辑。国内行业已形成“市场化程度高”、“两极分化”、“龙头受益”三大特点，公司连续 10+年第一遥遥领先，优势持续扩大。大刀阔斧改革打造创新“服务商”骨骼、精雕细琢勾勒“渠道+研发+服务+成本”细节：1) 发起人从 2011-2012 年通过资产重组确立专注于防爆业务主线，公司多年来抓住赛道“安全”刚需，通过产品“质量第一”获得客户认可。2) 公司产品相较其他公司综合性更强，包含厂用+矿用+专业照明+新能源 EPC，且具有较高的溢价能力，2022 年公司厂用防爆产品毛利率 60%，高于新黎明 10pct，2021 年专业照明产品毛利率 68%，高于海洋王 7pct。同时自主研发“SCS 安工智能管控系统”带领行业发展，由“制造商”转型为“服务商”，2022 年系统实现销售收入 1.8 亿元，自 2019 年 H2 推出以来，已经获得市场充分认可，达到每年约 50%增速，我们判断目前系统订单短期仍将处于快速放量阶段，基于在石化客户使用优质表现有望扩展到其它行业快速占领市场，成长性极强。3) 国内“业务发展商”模式造就渠道发展基石，国内渠道产销量连续 10+年位列第一，作为减少中间环节的特定直销模式，截至 2021 年年底公司国内拥有近 300 个业务发展商，相较新黎明近 2 倍。海外市场拓展公司通过“证书+展会+本地拓展”方式推广全球化策略，成效显著，公司是国际、国内同行业产品认证最广的防爆专业企业，上市以来参与了 30+国际展会，2017-2022 年境外收入 CAGR 为 9.0%，2021 年公司新获得 50+家国际重大用户的“合格供应商入围资格”，新增 5 个国际代理。4) 滚动研发+持续投入紧跟市场需求，快速响应+人员成本优势彰显核心竞争力。公司每年新增 30+新系列产品，共有产品 50 大类，300 余种不同系列，千余种不同型号规格，紧跟市场需求。中国企业与海外企业相比服务能力更为突出，且 55%生产员工相较国外具有人员成本优势。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.4、1.9、2.3 元，对应 PE 分别为 20/15/12 倍，基于公司在国内防爆电器龙头地位稳固，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：海外业务交付不及预期；新兴业务拓展不及预期、煤炭行业景气度下行、照明行业竞争加剧、宏观经济波动造成需求下滑、原材料价格波动等。

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

普瑞眼科 (301239)：“高举高打”聚焦省会等优质市场布局，未来盈利提升空间大

投资要点 投资逻辑：随着人口老龄化与消费升级，眼科医疗需求持续增长，我国眼科市场规模持续扩容。普瑞眼科将聚焦省会直辖市等重点城市布局 60-70 家医院，核心业务屈光项目高增长高毛利，视光业务有望加速增长。随着新开医院逐步成长成熟，公司未来将呈现收入利润高增长。我国眼科医疗需求持续增长，手术渗透率有望提升。我国是眼科患者最多的国家，至 2022 年估计近视人群已超 6 亿，45 岁以上白内障患者人群约 1.8 亿。由于人口老龄化及用眼习惯变化等因素，各类眼科需求将持续增长。根据灼识咨询预测，2025 年我国眼科医疗服务市场规模约 2522 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 17.50%。其中，预计至 2025 年屈光、视光市场规模分别约 725 亿元、500 亿元，2020-2025 年 CAGR 分别为 28.37%、14.60%。“全国连锁化+同城一体化”布局持续完善，未来医院扭亏有望大幅贡献利润。截至 2022 年底，公司旗下拥有 25 家眼科专科医院、3 家门诊部，未来随着产业基金落地，将继续扩张至未来 60-70 家眼科医院，完善全国连锁和同城加密的布局。参考公司标杆医院成都普瑞、昆明普瑞，公司其他核

心医院净利率均有 10% 以上的提升空间。分医院来看，公司 13 家老院 2017-2021 年营收/净利润 CAGR 分别为 18.33%/34.55%，仍保持高速增长；8 家新院 2019-2021 营收 CAGR 为 45.15%，爬坡明显并有望逐步扭亏，未来将显著贡献利润增长。消费眼科高速增长，公司毛利率有望进一步提升。2022 年，公司消费眼科（屈光+视光）占比 71.32%，远高于同行。屈光方面，同期营收占比达 56.26%，旗下成熟医院屈光占比超 50%，预计未来随着各新院业务结构改善、规模效应带来的耗材成本降低、高端屈光占比的提升，屈光业务毛利率有望进一步提升。视光方面，同期营收占比为 15.06%，预计随着公司加大对视光的投入，视光业务有望加快增长。此外，随着医生资源加强，白内障、综合眼病等基础业务有望保持稳健增长贡献。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 25.78/33.38/43.11 亿元，归母净利润分别为 2.59/2.87/3.97 亿元，对应当前市值的估值为 76/69/50 倍。考虑到公司医院扩张模式成熟，随着新开医院爬坡及医院逐步扭亏，预计公司收入端将实现快速增长，利润率提升空间大。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：医院扩张或整合不及预期、医院盈利提升不及预期、医疗事故风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

南网储能（600995）：发改委重新核定容量电价，不改抽蓄盈利水平
 事件：（1）国家发改委发布《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》，核定 2023 年-2025 年的电网输配电价；（2）抽水蓄能容量电价部分通常在输配电价环节进行疏导，本次南网储能 7 座投运抽水蓄能容量电价也进行了重新核定。虽容量电价小幅下降，但电力市场化进程加快电量电价有望根本性提高。抽水蓄能电价有两部分组成：容量电价+电量电价。容量电价部分由发改委进行一厂一议核算，成本通过输配电点价进行疏导；电量电价部分通过市场化参与电力辅助服务市场以及现货市场获得，而以往公司鲜有电量电价收入。（1）容量电价：本次国家发改委重新核定抽水蓄能容量电价是在我国电力辅助服务市场+现货市场进度大大加快趋势下的一次小幅下滑，预计减少公司 2023 年收入 4.96 亿元（占比 2022 年收入仅 6%）。（2）电量电价：新型电力系统下我国电力现货市场进程加快，在未来三年中，抽水蓄能电量电价部分有望得到根本性提高，因此本次容量电价下浮对公司影响甚小，须重视电网侧储能中抽蓄的主导地位以及资产的稀缺性，不改抽水蓄能的成长性、盈利性预期。当前装机（2022 年底）：公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，市占率 22.5%；在运新型储能 11.1 万千瓦，占比 0.9%。截至 2022 年底，公司在运总装机达 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 11.1 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能：根据公司年报，2022 年全国抽水蓄能装机容量约 4579 万千瓦，其中公司抽水蓄能装机 1028 万千瓦，占比 22.5%。新型储能：2022 年全国累计新型储能规模达到 12.7GW，其中公司在运 0.11GW，占比 0.9%。未来规划装机：到 2025 年抽水蓄能投产 1388 万千瓦，占比 22.4%；新型储能投产 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9% 提升至 7%。抽水蓄能：《抽水蓄能中长期发展规划》预计到 2025 年我国抽蓄投产 6200 万千瓦，公司规划投产 1388 万千瓦，占比 22.4%（与 2022 年 22.5% 占比接近），公司 3 年复合增速约 11%；到 2030 年全国抽蓄装机规划达 1.2 亿千瓦，公司装机规划 2900 万千瓦，占比 24.2%。新型储能：国家发改委规划 2025 年我国新型储能装机达 3000 万千瓦，公司规划投产超过 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9% 提升至 7%，公司 3 年复合增速达 162%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 21 亿、26

亿、33 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 21 倍、17 倍、13 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇）

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>