

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

## 要闻

美股齐涨超 1%，道指涨超 400 点；美债收益率连涨四日，两年期收益率涨超 10 个基点至逾三周新高

油价盘中涨超 2 美元或涨超 3%，齐创一周新高，欧洲天然气再创近两年新低

债务上限谈判倒计时之际，拜登和共和党领袖齐称不会违约

习近平：着眼全国大局发挥自身优势明确主攻方向，奋力谱写中国式现代化建设的陕西篇章

发改委：解决就业问题，根本上还是要靠发展；4 月 PMI 回落既有基数效应，也反映市场需求仍有不足；物价运行有望逐步恢复至近年的平均水平附近；新能源车产销量增速呈现低开高走

## 银河观点集萃:

- **策略：**高质量发展与专注主业：（1）新供求稳态下的鞍点路径。新常态下，发展方式从规模速度型转向质量效率型，发展动力从主要依靠资源和低成本劳动力等要素投入转向创新驱动。（2）外部压力。“卡脖子”问题掣肘高质量发展，倒逼高质量发展紧迫推进。（3）政策面大力推进中国式现代化，高质量发展是首要任务。（4）借鉴海外历史经验。专注主业存诸多优势，提高创新能力、研发能力，增强核心竞争力。（5）较 2015 年供给侧结构性改革之前，经营模式有所转变，但近三年受疫情影响，多元经营模式有所反复。选取 2015-2022 年作为回测样本，以年为验证周期，对专注主业构造指数，回测结果显示，专注主业对 A 股市场收益率存在一定程度的影响，基本与回归模型结论一致。加之 A 股市场投资环境的分析，有助于在专注主业前提下择时选股。
- **宏观：**4 月经济复苏出现波折，2 季度考验政策定力。从 4 月份经济运行数据来看，从年初至今的经济恢复出现了波折。下游需求的弱势已经逐步影响到了中游和上游，企业处于去库存状态。服务业的回升以及居民出行增加并没有有效带动商品销售上行。居民仍然在修复资产负债表过程中，企业在生产和库存之间寻找平衡，在这种情况下，需要政策层给与更多的支持。2 季度是政策效果的观察期，同时由于基数效应，2 季度的同比扰动较大，给经济观察带来困难。如果经济偏缓持续，货币政策在 3 季度可能放松。
- **固收：**海外步入加息周期末期，国内关注复苏可持续性。国际：当前全球经济周期、金融周期对应加息周期末期，利率高位抑制经济，经济逐步下行走向衰退概率增加，债券市场具备明显配置价值，风险偏好在降息周期明确开启前很难明显好转，权益类和大宗商品布局仍需等待。美债利率在债务上限问题扰动下，仍存波动，对其他资产构成压制，但在去美元化大背景下，黄金的调整是机会。国内：当前国内经济由疫情后的快速修复向常态回归，经济修复内生动力还不强，需求仍然不足，CPI 数据也显示国内通胀低于预期，复苏可持续性面临挑战。后续货币政策将继续维持相对宽松格局，叠加外围国际市场波动，风险偏好收敛，债市仍顺风。

## 银河观点集锦

### 策略：可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注致胜——兼顾选股策略

#### 1、核心观点

**高质量发展与专注主业：**（1）新供求稳态下的鞍点路径。新常态下，发展方式从规模速度型转向质量效率型，发展动力从主要依靠资源和低成本劳动力等要素投入转向创新驱动。（2）外部压力。“卡脖子”问题掣肘高质量发展，倒逼高质量发展紧迫推进。（3）政策面大力推进中国式现代化，高质量发展是首要任务。（4）借鉴海外历史经验。专注主业存诸多优势，提高创新能力、研发能力，增强核心竞争力。（5）较 2015 年供给侧结构性改革之前，经营模式有所转变，但近三年受疫情影响，多元经营模式有所反复。

**专注主业的机会在何处？**（1）专注主业与业绩指标。专注主业为企业业绩（ROIC、ROE、ROA 等）带来积极效用，回归结果显示，该结论对于民营企业 and 国有企业无差别。（2）专注主业与企业价值增长。聚焦主业对估值指标市净率（PB）的正向影响较为显著，尤其是对于民营企业的正影响远高于国有企业。（3）风险兼顾收益。专注主业对收益兼顾风险（Sharpe 比率）影响显著，对企业高质量、可持续发展非常重要，该结论对民营企业的正影响更显著。

（4）主题风格。专注主业在大小盘中均有显著正影响，尤其是业绩与收益风险方面更为显著；同样，专注主业对成长和价值风格均存在显著影响，但成长风格在企业价值可持续性提升及收益风险控制方面表现更好。（5）结构性机会。聚焦主业对包括轻工制造、社会服务、美容护理、基础化工、机械设备、国防军工、房地产、建筑材料、建筑装饰及计算机等行业存正向影响，煤炭及传媒行业对主业经营呈负相关，聚焦主业对 ROIC、ROE 和 ROA 影响略有差异。专注主业与 Sharpe 比率的相关关系亦有差异，如专注主业对食品饮料、商贸零售和有色金属等行业的正向影响更为显著。

**构造指数复盘与投资策略建议：**选取 2015-2022 年作为回测样本，以年为验证周期，对专注主业构造指数，回测结果显示，专注主业对 A 股市场收益率存在一定程度的影响，基本与回归模型结论一致。加之 A 股市场投资环境的分析，有助于在专注主业前提下择时选股。（1）全 A 指数。专注主业更高的公司，其股市表现总体上更好，但这一特征与全 A 指数涨跌情况无直接关系；（2）主题风格。大盘 VS 小盘：专注主业较高的成分股，其股市表现相对更好，且这一特征在大盘风格中更明显，小盘风格中，专注主业较高的成分股在股市表现上的领先性并不十分显著；成长 VS 价值：在成长风格的股票中，总体上，专注主业高的股票，在股市上表现更好，而在价值风格的股票中，专注主业与股市表现的相关性相对较弱；（3）结构性机会。与业绩、估值及 Sharpe 比率分析结论基本一致，在医药生物、基础化工、机械设备、电子、计算机等行业的成分股中，专注主业高的股票，其股市表现相对较好，建议关注。

**风险提示：**模型假设的系统风险，选取解释变量偏差风险，控制变量缺失的内生性风险，样本选择偏差风险。

(分析师: 杨超)

## 宏观: 4月经济复苏出现波折, 2季度考验政策定力

### 1、核心观点

**4月份整体经济运行低于预期。**从供给层面来看, 4月份工业生产弱势运行。从需求方面来看, 两年平均的4月份消费增速略有回落。商品房新开工和施工继续下滑, 制造业投资未来回落可能持续。

**制造业压力加大, 需要政策给与支持。**4月份工业生产同比增长5.6%, 但是由于基数过低, 两年平均调整后工业生产1.35%。工业生产4月份环比录得负值, 生产的压力显现。从行业来看, 下游偏弱的纺织、医药继续下滑, 食品、农副产品表现稍显疲软。黑色产业链生产增速下滑, 房地产行业不振影响工业。出口产业表现相对较好, 但4月份回落加快。汽车生产上行, 但汽车的消费相对平稳, 汽车持续性需要观察。综上, 4月工业生产的弱势是国内外需求同时偏弱的影响, 这需要政策调整给与支持。

**社会零售消费恢复不及预期, 恢复路径曲折。**4月份社会零售品消费同比增长18.4%, 两年平均增长2.7%, 整体消费稍显疲软。两年平均增速来看, 医药消费高位回落, 石油消费稍有上行, 但汽车消费回落。居民基本生活用品食品、日用品、服装消费下行, 通讯器材再次走低, 房地产相关消费持续负增长。需要观察五一出行和消费恢复情况, 居民消费恢复需要时间。由于2022年低基数的因素, 2季度消费增速可能在9.0%左右。

**房地产行业仍在出清过程中。**政策层延续房地产既有政策, 保护刚需和保交楼, 房地产竣工面积持续回升。房地产新开工面积继续下滑, 预计2023年新开工面积低于2022年的12亿平方米。商品房销售处于缓慢回升的状态, 但商品房销售额回升速度快于销售面积, 显示销售回升主要以改善型需求为主, 这就需要二手房的成交平稳, 也即是商品房销售回升应该是缓慢的。三条红线限制仍然存在, 房地产金融监管限制仍然存在, 开发商的资金仍然紧绷, 房地产开发到位资金仍然负增长。2023年预计房地产投资12.5万亿, 房地产开发面积在11.5亿平方米, 投资增速仍然负增。

**基础设施投资高位, 得益于政策提前发力。**基础设施投资速度1-4月录得8.5%, 基础设施投资额增长高位略有回落, 这是政府政策推进带来的。基建的政策效果在逐步释放, 但再次大幅上行的可能性偏弱。

**制造业投资继续走低。**制造业回落至6.4%, 受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成, 下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。出口产业链带来的高速投资开始下滑, 电气机械及器材制造业投资高位下滑。汽车制造业小幅走低0.5%。下游的纺织业、航空航天投资下行。2023年PPI逐步回落, 行业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响继续下行。

**经济复苏偏缓。**疫情后国内居民信心恢复速度仍然偏缓，居民资产负债表修复需要时间，叠加了海外需求的减弱，使得终端消费整体表现低迷。政府的经济托底政策仍然以稳为主，并且集中在供给层面，使得政策发挥作用时间偏长，经济恢复缓慢。

**2 季度考验政策定力。**从 4 月份经济运行数据来看，从年初至今的经济恢复出现了波折。下游需求的弱势已经逐步影响到了中游和上游，企业处于去库存状态。服务业的回升以及居民出行增加并没有有效带动商品销售上行。居民仍然在修复资产负债表过程中，企业在生产和库存之间寻找平衡，在这种情况下，需要政策层给与更多的支持。2 季度是政策效果的观察期，同时由于基数效应，2 季度的同比扰动较大，给经济观察带来困难。如果经济偏缓持续，货币政策在 3 季度可能放松。

**风险提示：**地缘政治出现重大变化的风险、经济持续下行的风险、价格回落幅度加大的风险。

(分析师：许东石)

## **宏观：央行对经济保持乐观，未来利率变动需要等待——2023 年一季度货币政策执行报告**

### **1、核心观点**

**央行对海外经济更谨慎，对国内经济更乐观。**在对美欧高通胀仍较为顽固和金融稳定风险上升的判断下，央行认为美欧货币政策不确定性增加、会增加对金融稳定的权衡。央行新增对地缘政治的关注，认为全球经济秩序或加速演变。对于国内经济，央行总体看法比去年四季度更为乐观，认为我们经济增长好于预期，经济运行开局良好，有望持续整体好转，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础。但同时，央行认为外部环境复杂严峻的程度在提升，国内经济内生动力还不强、需求仍然不足。

**我国通胀温和没有出现通缩。**央行不再警惕未来通胀反弹压力，认为我国通胀水平处于温和区间。物价回落是阶段性的，主要与供需恢复时间差和基数效应有关：一供给能力较强，二需求复苏偏慢，三基数效应明显。未来几个月受高基数等影响，CPI 将低位窄幅波动。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。

**近期 M2 和存款的较快增长市场主体行为变化的体现，未来 M2 和存款平稳增长。**1、宏观政策：逆周期调节，货币政策充分发力，配套资金先行到位。2、商业银行：银行信贷投放加快，银行购债力度也明显加大，有效支持财政靠前发力。3、企业和居民：理财资金回流为表内存款，疫后实体经济恢复仍有时滞，经济循环阻滞摩擦导致货币流通速度降低，市场主体的货币持有量和预防性储蓄存款上升。近期 M2 增速与通胀和经济增速间存在一定缺口，主要

是政策效果显现、需求恢复存有时滞所致。

**“缩减原则”下降息阈值上行，降息力度减弱。** 人民银行对利率水平的把握可采取“缩减原则”，降低政策利率的波动。健全“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制。

**央行下一阶段保持货币信贷总量适度、节奏平稳。** 在今年前期逆周期调节，货币政策充分发力，配套资金先行到位的背景下，当前央行更强调满足实体经济的有效贷款需求。央行提到的支持实体经济的方向包括小微企业、乡村振兴（种业发展、农业农村基础设施）等。重申牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。

**央行二季度货币政策处于观察期，三季度可能再次启动。** 央行判断当前政策效果存在时滞，二季度将是政策效果显现的观察期，如果不及预期，三季度在以我为主内外兼顾的框架下，可能再次启动价格工具。

**风险提示：** 实体需求不足的风险、社融增速不及预期的风险。

(分析师：许东石,詹璐)

## **固收：海外步入加息周期末期，国内关注复苏可持续性——2023年5月月中报告**

### **1、核心观点**

月中报告时间区间：5月月中报告统计资产表现以及相关数据主要区间2023/4/16-2023/5/15。

**大类资产表现：债券>股市>商品。** 美元指数小幅上行，银行业风波带来的衰退预期、美联储5月如期加息但暗示停止加息以及4月美国CPI超预期下行共同作用下，美债收益率略下行，全球债券市场表现相对较好，股市表现分化。大宗表现不佳，除天然气上涨，黄金走平，其他悉数下跌，原油、布油领跌。

### **国际、国内市场动态**

**国际：** 近一个月全球央行大环境仍是货币收紧趋势，但随着美联储暗示加息结束以及银行业风波扰动下美联储后续加息可能性大幅降低，市场预期降息可能性抬升，带动全球货币政策预期有所波动。

美联储5月如期加息25BP，降息周期启动依赖通胀数据：会议声明和鲍威尔讲话暗示加息结束，关于降息周期何时启动，通胀数据是关键，而银行业风波影响是货币政策决策另一重要因素，同时要关注债务上限问题；美国4月CPI超预期下行，或为美联储加息停止确定性提供依据。市场对于后续美联储的货币政策走向较美联储加息后变化不大。尽管美联储议息声

明和鲍威尔表态均未提到确定性降息，但4月通胀超预期下行下市场仍预计2023年加息已结束，并预期较大概率9月（48.2%）就开始降息，年底将降75BP至4.25%-4.5%区间。

全球央行动态：欧、英跟随美联储加息25BP，部分经济体已暂停加息。

**国内经济等数据：**4月经济整体景气度回落，社融不及预期；居民融资需求脉冲回落，主要在于居民部门扩杠杆意愿不足，提前还款压力较大，社融-M2剪刀差略收敛；制造业PMI跌至收缩区间，非制造业继续修复；制造业、基建、房地产投资下行，消费服务仍在回升；CPI大幅下行；出口仍超预期，外需存韧性，内需疲弱。

**政策：**政治局会议强调扩需求，各地政策继续支持消费、房地产

1、中央政治局会议：恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在；突出实体经济的支撑作用；延续房住不炒，推动建立房地产业发展新模式。

2、国常会：加快先进制造业集群发展，部署充电基础设施，支持新能源汽车下乡。

3、政策发力消费活动多样，消费持续恢复发展态势

4、宽松政策优化支持房地产，多地购房需求稳中有升。

**市场研判：**

国际：当前全球经济周期、金融周期对应加息周期末期，利率高位抑制经济，经济逐步下行走向衰退概率增加，债券市场具备明显配置价值，风险偏好在降息周期明确开启前很难明显好转，权益类和大宗商品布局仍需等待。美债利率在债务上限问题扰动下，仍存波动，对其他资产构成压制，但在去美元化大背景下，黄金的调整是机会。

国内：当前国内经济由疫情后的快速修复向常态回归，经济修复内生动力还不强，需求仍然不足，CPI数据也显示国内通胀低于预期，复苏可持续性面临挑战。后续货币政策将继续维持相对宽松格局，叠加外围国际市场波动，风险偏好收敛，债市仍顺风。

**风险提示：**银行业风波持续发酵超预期，海外衰退风险，地缘政治风险。

(分析师：刘丹)

## **煤炭：供给稳定，采购需求有望恢复——2023年4月煤炭数据点评**

### 1、核心观点

**事件：**统计局发布2023年4月煤炭行业数据。

1-4月国内原煤产量同比增4.8%，增速较1-3月下降0.66PCT；4月进口煤同比+72.72%，

环比-1.2%。4月当月原煤产量4067.6亿吨，同比增4.5%；2023年1-4月，煤及褐煤累计进口量14247.6万吨，同比增长88.8%，4月当月进口煤4067.6万吨，同比增72.72%，环比3月-1.2%；预计5月份煤炭进口环比继续收缩，原因在于进口煤价近期反弹，较国内煤价优势缩小，对终端采购吸引力下降。

**电力生产增速提升，火电、核电、风电增速扩大，水电、太阳能发电增速回落。**1-4月总体发电量同比上涨3.4%，较1-3月增速+0.96pct；4月单月火电/核电/风电/水电/太阳能发电同比+11.5%/+5.7%/+20.9%/-25.9%/-3.3%，3月单月+9.07%/+4.56%/+0.19%/-15.5%/+13.91%，环比+2.43/+1.14/+20.71/-10.4/-17.21pct。

**粗钢、水泥、生铁产量增速放缓。**1-4月粗钢、水泥、生铁产量累计同比+4.1%/+2.5%/+5.8%，增速放缓，需求恢复节奏不及预期，随着保交楼政策不断落实，煤焦钢产业链有望受益。

**秦皇岛港库存上升，全国统调电厂库存稳定。**港口库存方面，截至5月中旬，秦皇岛港/CCTD主流港口煤炭库存分别600/7264万吨，秦港库存显著上升；截至4月中旬，全国统调电厂煤炭库存16000万吨，连续8周维持稳定；截至4月末5月初，全国重点电厂/南方八省电厂/样本区域电厂煤炭库存分别在9379/3258/3625万吨。

## 2、投资建议

近期供给较稳定，考虑到进口煤性价比收缩，水电表现持续低迷，部分采购需求有望恢复，煤价预计维持稳定。个股推荐动力煤龙头中国神华（601088）、中煤能源（601898）、陕西煤业（601225）、兖矿能源（600188）；焦煤龙头山西焦煤（000983）、焦炭行业龙头中国旭阳集团（1907.HK）等。

**风险提示：**行业面临有效需求不足导致煤价大幅下跌的风险、国企改革不及预期的风险。

（分析师：潘玮）

## 建材：水泥、平板玻璃表现分化——1-4月建材行业数据点评

### 1、核心观点

**事件：**近日，国家统计局公布了建材行业2023年1-4月产量数据以及部分建材消费数据。

**基建增速小幅收窄，地产投资继续下行。**基建端，2023年1-4月基础设施建设投资同比增长8.50%，增速较1-3月减少0.3个百分点，基建投资增速连续两个月回落，但整体保持较高增速水平。根据财政部数据统计，2023年Q1地方政府新增专项债发行额为1.36万亿元，同比增长4.53%，发行额度占年度总目标的35.71%，一季度地方政府专项债发行速度较快，支撑今年下半年基础设施建设等重大项目的落地与推进，预计后续基建投资继续保持较高增

速。地产端，2023年1-4月房地产开发投资同比下降6.20%，较1-3月减少0.4个百分点，其中4月单月同比下降16.24%，单月降幅扩大8.99个百分点，地产投资下行，表现不及预期。1-4月房屋新开工面积同比下降21.20%，较1-3月减少2个百分点。其中4月单月同比下降28.30%，降幅小幅收窄，但整体仍呈弱势运行。1-4月房屋竣工面积同比增长18.80%，较1-3月增加4.1个百分点，4月单月同比增长37.25%，增幅扩大，地产竣工保持复苏态势。水泥需求主要受基建投资及地产开工影响，4月份地产开工下行，水泥下游需求未见改善，预计基建投资支撑后续水泥需求。浮法玻璃受益于竣工端回暖，需求逐步修复，价格回调。水泥、浮法玻璃表现出现分化。

**水泥产量环比减少，需求弱势运行。**2023年1-4月水泥累计产量5.84亿吨，同比增长2.50%，较1-3月减少1.6个百分点，其中4月单月产量为1.94亿吨，同比增长1.40%，环比减少5.77%。4月水泥产量同比小幅增加，系去年4月受疫情影响水泥产量基数较低所致。4月单月水泥产量环比减少，其主要原因是下游需求偏弱，月内水泥企业熟料库存逐步增加，企业减产，大部分省份增加了4月错峰生产天数，行业水泥总供给减少。根据卓创资讯数据，截至4月底全国水泥熟料周度库容率为67.23%，同比增加1.32个百分点，环比3月底增加10.55个百分点，水泥企业熟料库存压力加剧。此外，4月水泥价格呈下降态势，截至4月末全国P.O42.5水泥散装价格为388.40元/吨，同比下降17.43%，环比减少3.67%。当前地产投资及开工端继续下行，短期内对水泥需求暂无拉动作用，关注后续需求恢复情况、熟料库存情况及价格走势。

**平板玻璃产量减少，需求修复。**供给端，2023年1-4月平板玻璃累计产量3.10亿重量箱，同比减少8%，降幅较1-3月持平，其中4月产量为7872万重量箱，同比减少7.60%，环比减少1.77%，平板玻璃产量继续呈减少态势。在行业整体盈利水平较弱背景下，中小企业淘汰加速，行业供给收缩。需求端，在地产竣工持续复苏下，浮法玻璃市场需求修复，企业库存下降，价格明显回涨。根据卓创资讯数据，截至4月底浮法玻璃企业周度库存为4080万重量箱，同比减少33.29%，环比3月底减少25.49%，企业库存压力缓解。4月末全国4.8/5mm浮法平板玻璃市场价回涨至2121.30元/吨，同比增长3.56%，环比3月末增长17.96%。在地产保交楼政策作用下，地产竣工端持续修复，浮法玻璃需求底部回升趋势确定，预计后续将继续保持需求增长态势，价格有进一步上行空间。在行业供给收缩、需求修复的背景下，浮法玻璃行业龙头企业市占率有望提升，业绩修复可期。

**消费建材零售额继续下降。**2023年1-4月建筑及装潢材料类零售额同比下降4.50%，较1-3月减少2.10个百分点，其中4月单月同比下降11.20%，环比下降21.71%，4月消费建材零售端继续保持弱势运行，其主要原因系消费建材采购（零售）与地产竣工存在一定时间滞后性，4月份消费建材零售额与前期地产竣工端弱势运行情况相符，此外，4月部分消费建材产品价格下调，一定程度导致其零售额下降。作为地产后周期板块的消费建材类产品，受益于地产竣工面积的回升，其市场需求有增长预期。此外，房企融资渠道拓宽有利于缓解房企资金压力，同时缓解建筑材料供应商回款压力。看好消费建材细分领域龙头企业。

## 2、投资建议

玻璃：建议关注受益于地产竣工端回暖及高端产品占比提升的行业龙头旗滨集团（601636）、凯盛新能（600876）；消费建材：推荐具有规模优势及产品品质优势的行业龙头企业东方雨虹（002271）、公元股份（002641）、坚朗五金（002791）、伟星新材（002372）、科顺



股份 (300737)、北新建材 (000786); 水泥: 推荐南方区域龙头企业华新水泥 (600801)、上峰水泥 (000672)。

**风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、下游需求不及预期的风险、地产政策推进不及预期的风险。

(分析师: 王婷)

## **阳光电源(300274.SZ): 全球逆变器龙头优势凸显, 光储业务齐发力**

### 1、核心观点

**事件:** 2023年5月15日, 公司股价大涨7.27%, 所属太阳能板块上涨4.2%。

**全球发展清洁能源提速。** 欧盟推出 RepowerEU 计划, 将 2030 年可再生能源占比目标从 40% 提高至 45%, 并计划在未来 5 年增加 2100 亿欧元投资以加快绿色能源发展。美国颁布 IRA 法案, 计划拨款 3690 亿美元用于补贴和扶持清洁能源领域项目。印度推出 PLI 计划, 促进印度高效太阳能光伏制造, 可带来近 9400 亿印度卢比 (约 115.9 亿美元) 的直接投资。

**光伏维持高景气度。** 国家能源局统计, 2023 年一季度我国光伏新增累计装机容量达到 33.65GW, 同比增长 154.8%, 其中集中式 15.52GW, 分布式总计 18.13GW, 户用分布式 9GW。根据中国光伏行业协会和 IEA (国际能源署) 的预测, 2023 年全球新增光伏装机量将达到 280-330GW。2024 年全球光伏累计装机量将超过水电, 成为第一大非化石能源发电来源。

**硅料下行周期开启, 需求充分释放。** Solarzoom 数据显示, 一线厂商特级致密料成交价于 2022 年 12 月开始跳崖式回落, 最低跌至 165 元/kg, 距最高点跌幅 46.1%。2 月价格出现迅速反弹, 最高涨至 235 元/kg, 3 月又开始稳步缓慢回落, 最新 5 月 12 日成交价为 150 元/kg。目前组件价格已降至可以超额满足下游运营商对于 IRR 要求的水平, 利于终端需求有效充分释放, 从而带动逆变器市场需求。硅料下行周期已开启, 光伏一季报业绩表现抢眼。

**公司业绩持续高增, 龙头领先优势凸显。** 受销量带动, 公司 2022 年实现营收 402.57 亿元, 同比增长 66.8%; 归母净利润 35.93 亿元, 同比增长 127.04%; 基本 EPS 为 2.42 元。公司 23Q1 实现营收 125.8 亿元, 同比大增 175.4%; 归母净利润 15.08 亿元, 同比高增 266.9%, 环比减少 1.6%; 扣非净利润 14.59 亿元, 同比增长 293.6%, 业绩超市场预期。公司营收高增, 光伏储能业务齐发力, 盈利能力持续增强。公司光伏/储能业务 2022 年毛利率分别达到 25.17%/23.24%, 同比增加 1.77pcts/9.13pcts。公司 2022/23Q1ROE 分别达到 19.25%/7.47%, 同比增加 9.14pcts/4.92pcts。

### 2、投资建议

公司作为全球光伏逆变器龙头，光储业务齐发力，并且积极布局新能源汽车驱动系统、新能源智能运维以及氢能等领域。公司品牌优势明显，研发创新实力强，全面推行全球化战略以及数字化运营，公司全球营销、渠道及服务网络布局领先且已形成规模优势。我们预计公司2023/2024年营收705.43亿元/950.63亿元，归母净利润74.58亿元/98.07亿元，EPS为5.02元/6.6元，对应PE为23.2倍/17.6倍，给予“推荐”评级。

**风险提示：**全球产业政策变化带来的风险；产能投产不及预期的风险；国际贸易摩擦风险；汇率波动风险；行业竞争加剧带来利润率下滑的风险等。

(分析师：周然)

### 分析师承诺及简介

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

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

### 评级标准

#### 行业评级体系

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

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

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

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

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

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

### 免责声明

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

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

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

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

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)