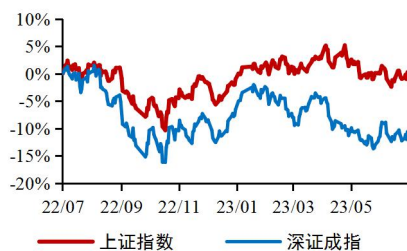


# 信义山证 汇通天下

## 研究早观点

2023年7月14日 星期五

### 市场走势



资料来源：最闻

### 国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,236.48	1.26
深证成指	11,095.44	1.61
沪深300	3,898.42	1.43
中小板指	7,252.01	1.49
创业板指	2,237.52	1.85
科创50	995.97	1.12

资料来源：最闻

### 分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

### 【今日要点】

- 【山证宏观策略】见与不见，周期都在
- 【行业评论】膜材料：PI薄膜专题报告-“产能扩张+技术突破”助力PI薄膜国产化进程加快
- 【山证医药】康缘药业（600557）2023年中报点评-各剂型毛利率均有增长，非注射剂增长承压
- 【山证有色】博威合金2023年半年度业绩预增点评-光伏板块盈利能力高增，高端铜合金盈利修复可期
- 【公司评论】【山西证券|新材料】华秦科技：红外隐身细分领域龙头，订单饱满未来可期



## 【今日要点】

【山证宏观策略】见与不见，周期都在

张治 zhangzhi@sxzq.com

### 【投资要点】

- 我们认为，中美经济风险最大的阶段均已过去，库存周期对各自经济和市场的正向动能将逐步显现。
- 此前我们认为通胀拐点是影响美股方向的核心要素，且美国经济会好于市场预期。现在，在前述判断兑现后，库存周期将继续提供美股上行的动力，并将一直延续到居民超额储蓄消耗殆尽，时间不会早于 2024 年一季度。在此过程中可能伴随的通胀回升、高利率水平、货币紧缩等均是顺应周期的产物，不至于改变市场方向。
- 近期我们指出，伴随库存周期的演绎，未来 3-4 个季度，A 股市场向上弹性将修复和增强。对此，投资者大约有两方面的疑虑：
  - 一是需求。电动车、光伏、地产、食品饮料的变化：主动去库存阶段的价格下跌，已经带来电动车、光伏的需求修复；地产一线城市价格下跌，虽然企稳还需要数据验证，但概率在上升；食品饮料的估值系统性下修过半，预期主要通过业绩而不是市值来填估值。
  - 二是系统性风险。我们认为，政策破局必要性的排序是地方财政优先级高于地产和消费。如果未来地方债务通过银行(超)长期低息信贷置换的方式落地，经济托底的目标可以实现。
- 风险提示：宏观经济超预期发展，海外流动性超预期恶化

【行业评论】膜材料：PI 薄膜专题报告-“产能扩张+技术突破”助力 PI 薄膜国产化进程加快

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

### 【投资要点】

- “产能扩张+技术突破”助力 PI 薄膜国产化进程加快

- **PI 薄膜是聚酰亚胺商业化最早且最为成熟的产品形式，也是制约我国高技术产业发展的关键高分子材料。**聚酰亚胺是“金字塔尖”的高分子材料，因其具有优异的性能，广泛应用于柔性屏幕、轨道交通、航空航天等诸多领域。其中，聚酰亚胺薄膜（PI 薄膜）是最早商业化、最成熟、市场容量最大的产品形式，也是制约我国高技术产业发展的关键高分子材料，具有生命周期长、功能多样化、应用领域不断拓宽等特点。
- **制备工艺突破及产能扩张是 PI 薄膜国产化进程加快的关键驱动因素。**①在制备工艺方面：PI 薄膜生产在配方、工艺及设备等多个环节均具有较高的技术壁垒，目前最为成熟的 PI 薄膜制备工艺是二步法。尽管国内 PI 薄膜行业的整体技术水平与国外先进企业存在差距，但以瑞华泰为代表的国内厂商已逐步建立起较完善的核心技术体系，掌握了完整的 PI 薄膜制备技术，推动了 PI 薄膜的国产化进程。②在产能方面：全球高性能 PI 薄膜的研发和制造技术主要由美国、日本和韩国企业掌握，国内厂商现有产能相对较小尚不足以兼顾研发和生产，但瑞华泰、时代新材、国风新材均在积极推进扩产规划，为抢占现有市场份额、拓展新市场和提升国产化率做好准备。
- **美日韩企业主导 PI 薄膜市场，国内厂商竞争力持续增强**
- **美日韩企业主导 PI 薄膜市场。**①美国企业主要是杜邦公司，作为行业的“带头人”，其生产的“Kapton”系列涵盖热控、电子、电工等多种薄膜类型。②日本企业涵盖钟渊化学、宇部兴产、住友化学等，其中：钟渊化学主要布局电子及热控 PI 薄膜，用于 2L-FCCL 生产的 TPI 薄膜是其优势产品；宇部兴产采用独树一帜的“一步法合成+流涎”工艺，在以 COF 为代表的微电子应用领域具有明显优势；住友化学是 CPI 薄膜领域的“先行者”，具有柔性 OLED 用 CPI 薄膜批量供应能力。③韩国企业包括可隆、SKC、PIAM 等，PIAM（原 SKPI）是由可隆和 SKC 合资建立的 PI 薄膜领先企业，合资终结后可隆和 SKC 分别进行了 CPI 薄膜研发并具备批量供应能力。
- **国内厂商在 PI 薄膜市场的竞争力不断提升。**瑞华泰、时代新材、国风新材、丹邦科技是中国大陆主要的 PI 薄膜生产厂商，其中：瑞华泰是中国大陆规模最大的高性能 PI 薄膜厂商，具有丰富的 PI 薄膜产品种类；时代新材曾具备导热膜批量供货能力，但经过重大调整后已将 PI 薄膜业务移交时代华鑫和时代华昇；国风新材加速向战略性新材料产业转型，PI 薄膜是其重点布局的业务之一；丹邦科技拥有柔性材料到柔性封装基板到柔性芯片器件封装产品全产业链布局，但已终止上市。
- **中低端市场：国内厂商已立足市场，产能扩张助力向上突破**
- **热控 PI 薄膜：5G 推广有望创造新需求，国内厂商竞争力提升。**热控 PI 薄膜是制备人工石墨散热膜的关键材料，广泛应用于手机、电脑等智能终端产品，5G 技术的发展形成了更加多元化的高导热石墨膜需求，也为热控 PI 薄膜的发展创造了新的机遇。目前该领域主要供应企业包括 PIAM、达迈科技以及中国大陆厂商。虽然中国大陆厂商在该领域起步较晚，但目前瑞华泰和时代华鑫等国内厂商已实现大规模量产，并且国产热控 PI 薄膜的性能优势正逐步显现。
- **电子 PI 薄膜：FPC 需求扩张为重要驱动，产能扩张助力国产化率提升。**电子 PI 薄膜是制造 FCCL 的

关键基膜材料，FCCL 可加工成 FPC 并最终应用于手机、汽车等领域，手机需求逐步回暖、5G 时代带来技术变革、汽车三化趋势愈演愈烈、可穿戴市场快速发展等因素都将助推 FPC 需求快速增长，预期电子 PI 薄膜也将迎来新的发展机遇。目前国内厂商已具备 3L-FCCL 用 PI 薄膜供应能力，并且与国际巨头的产品性能差异正逐步缩小，目前瑞华泰、时代华鑫、国风新材等国内厂商均在积极推进产能扩张，电子 PI 薄膜领域的国产化率有望进一步提升。

- **电工 PI 薄膜：**绝缘要求提升带来新机遇，国内厂商已顺利破局。电工 PI 薄膜常用于变频电机、发电机等高级绝缘系统，并最终用于高速轨道交通、风力发电、新能源汽车等领域。传统电工绝缘领域对于 PI 薄膜的性能要求相对较低因而国内已能实现大规模生产，而多应用于新兴领域且性能要求更高的耐电晕 PI 薄膜则长期被杜邦等国际巨头所垄断，但以瑞华泰为代表的国内厂商已在耐电晕薄膜的突破上取得关键进展。
- **高端市场：**日韩企业长期垄断，国内厂商技术突破按下加速键
- **COF 用 PI 薄膜：**日本企业垄断市场，国内厂商加速破局正当时。伴随 AMOLED、MiniLED、MicroLED 等新型显示技术渗透率持续提升，作为 COF 封装关键材料的 PI 薄膜有望迎来快速发展。COF 用 PI 薄膜市场此前长期被以宇部兴产为代表的日本企业垄断，目前全球已有多家突破这项技术，其中包括中国大陆厂商丹邦科技，但丹邦科技退市后中国大陆厂商在这一领域的竞争力可能会有所减弱，加速破局或将依托瑞华泰与下游应用单位共同进行技术攻关的 COF 用 PI 薄膜项目。
- **TPI 薄膜：**钟渊化学占据专利高地，国内厂商逆势开发新工艺。2L-FCCL 已成为主要的 FCCL 产品，伴随 FCCL 市场空间持续扩大，TPI 的重要性日益显现。钟渊化学拥有“三层共挤”专利技术并占据专利高地，国内厂商在层压法制备 2L-FCCL 上打破垄断仍需较长时间，但以瑞华泰为代表的国内厂商正积极布局涂布法等其他制备工艺，力求实现无胶法 FCCL 商业化生产。
- **CPI 薄膜：**折叠屏手机迅速发展，国内厂商已顺利打破垄断。折叠屏手机是 CPI 薄膜的主要应用场景，OLED 向可卷曲方向发展叠加价格逐步下探推动折叠屏手机进入快速放量阶段，CPI 薄膜有望受益。并且折叠形态的多样化、折叠设备的大型化以及大规模推广催生的降本需求有利于 CPI 薄膜市场占有率提升。目前，CPI 薄膜的供应商主要有住友化学、韩国可隆以及韩国 SKC，国内厂商瑞华泰生产的 CPI 薄膜也即将实现小规模量产。
- **国家政策持续支持 PI 薄膜业务发展，国产替代进程有望进一步加快**
- **国家政策高度支持 PI 及 PI 薄膜的发展，国产替代步伐有望加快。**近年来，各国都在将 PI 的研究、开发及利用列入 21 世纪化工新材料的发展重点之一。此前相关政策明确表示将 PI 列为先进结构与复合材料的发展重点，此后进一步将柔性显示用 PI 列为新型显示与战略性电子材料的重点专项和关键技术。国家政策导向对 PI 及 PI 薄膜的开发和生产予以足够的重视和支持，为国产高性能 PI 产业的发展创造了有利条件。
- **投资建议：**PI 薄膜是制约我国高技术产业发展的关键高分子材料，以美国杜邦、日本钟渊化学、韩国

可隆为代表的国际巨头长期以来在 PI 薄膜市场占据主导地位，国内厂商在打破垄断方面虽取得了明显突破但仍限于中低端市场，产能不足和技术难点尚未攻克仍是制约国内厂商进入高端 PI 薄膜市场的核心原因。在国家政策的大力支持下，以瑞华泰为代表的国内厂商也在积极进行产能扩张和高端产品研发，打破国际巨头垄断、保障关键材料供应安全指日可待，建议持续关注进展较快的瑞华泰（688323.SH）。

- 风险提示：国内厂商业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险；PMDA 和 ODA 等原材料采购价格波动风险；募投项目进展不及预期的风险；新产品研发失败的风险；消费电子市场恢复不及预期的风险。

### 【山证医药】康缘药业（600557）2023 年中报点评-各剂型毛利率均有增长，非注射剂增长承压

魏贇 weiyun@sxzq.com

#### 【投资要点】

- 事件描述
- 公司公布 2023 年半年报，上半年实现收入 25.53 亿元，同比增长 21.74%；实现归母净利润 2.76 亿元，同比增长 30.60%；实现扣非后归母净利润 2.63 亿元，同比增长 29.93%。实现 EPS0.47 元，ROE（加权）5.64%。经营性现金流量净额 4.56 亿，同比上升 21.84%。应收账款 6.64 亿元，比期初下降 8.79%。
- 单季度看，2023Q2 公司实现营业收入 12.01 亿元，同比增长 17.88%；归母净利润 1.34 亿元，同比增长 32.77%，实现扣非归母净利润 1.23 亿元，同比增长+29.47%。
- 事件点评
- 注射液快速增长，非注射剂品种销售承压。上半年注射剂实现营业收入 11.59 亿元（+53.93%），其中 2023Q2 实现营业收入 5.68 亿元（+60.54%），非注射剂实现收入 13.80 亿元（+3.73%），单 Q2 注射剂实现收入 5.68 亿元（+60.0%），非注射剂实现收入 6.24 亿元（-5.0%）。
- 上半年金振销售承压，使口服液剂型产品线销售下滑 2.71%。基药杏贝止咳颗粒快速增长，带动公司颗粒剂、冲剂 2023H1 实现收入 1.91 亿元（+99.56%）。根据公司股权激励目标，要求 2023 年非注射剂收入增速不低于 23%。若全年实现该目标，下半年非注射剂品种销售需超过 21 亿元，下半年同比增速接近 40%，非注射剂销售有一定压力。
- 上半年公司综合毛利率 75.10%，同比提升 3.21pct，各单品毛利率均有所提升，主要是智能制造的应用及规模提升带来的效益体现，随着销售规模的提升和产能利用率的提高，我们认为毛利率还有提升的可能。
- 研发投入持续加强。23H1 公司研发费用为 3.63 亿元（+31.02%），研发费用率 14.24%（+1.01pp），研发投入进一步加强。公司在研管线丰富，23H1 公司中药获得临床试验批准通知书 1 个（栀黄贴膏），

新申报生产品种 2 个（JC 颗粒、FZJD 颗粒），III 期临床研究品种 2 个（SPPY 颗粒、LWDHGTP 片）；同时有序推进散寒化湿颗粒、金振口服液等品种的循证证据研究。

- **销售层面抓落实，确保核心品种、发展级品种“有人做”。**公司打造金振口服液、热毒宁注射液、银杏二萜内酯葡胺注射液三个核心大品种，为公司销售规模稳定增长打造强壮根基；布局以杏贝止咳颗粒、腰痹通胶囊、复方南星止痛膏等为代表的发展级品种，打造非注射品种群梯队；加大培育以天舒胶囊、通塞脉片、龙血通络胶囊、大株红景天胶囊等为代表的心脑血管品种，使之成为战略储备品种，增厚销售发展基础。销售模式上公司坚持多点开花、多业态并举。在销售队伍建设方面，公司推动完善主管制，建立动态择优的主管体系，扩大合格销售人员队伍。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.94、1.18、1.45 元，对应公司 7 月 12 日收盘价 23.44 元，PE 分别为 24.81、19.88、16.13 倍，我们认为，公司产品储备丰富，运营效率显著提升，我们看好公司未来一段时间的发展，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 风险因素包括但不限于：重点品种集采降价的风险，营销模式变革不及预期的风险，产品研发失败的风险等。

#### 【山证有色】博威合金 2023 年半年度业绩预增点评-光伏板块盈利能力高增，高端铜合金盈利修复可期

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

#### 【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年半年度业绩预增公告，预计 2023 年半年度实现归母净利润 4.30-4.70 亿元，同比增加 55.10%-69.53%；预计实现扣非净利润 4.45-4.85 亿元，同比增加 71.59%-87.01%。
- **事件点评**
- **公司中期业绩符合预期。**根据公司业绩预告折合中报 EPS 为 0.54-0.59 元，符合预期，主要业绩增量来自光伏板块。其中，Q2 单季度预计实现归母净利润 2.40-2.80 亿元，同比增加 69.99%-98.27%，环比增加 26.82%-47.92%，折合 Q2 单季度 EPS 为 0.30-0.35 元。
- **电池片扩产项目顺利投产，新能源板块盈利能力高增。**由于美国光伏市场需求旺盛，上半年公司 1GW 电池片扩产项目于二季度投产后，产能利用率饱和，销量同比大幅增加，新能源板块取得良好的业绩。美国是全球第二大光伏装机国，据 PV-Tech 预测，2023-2025 年美国光伏新增装机需求分别为 35GW、38GW、44GW，公司新能源板块有望维持高盈利能力。

- **铜板带材新建项目产能逐步释放，期待下半年盈利修复。**公司 5 万吨特殊合金带材项目于 Q2 投产，产能逐步释放，Q2 销量、盈利能力环比有所改善。近期，财政部、税务总局、工业和信息化部发布公告延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，国务院办公厅印发《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》，国家发展改革委、国家能源局制定了《关于加快推进充电基础设施建设，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》，一系列政策促进新能源汽车与充电桩需求持续稳定增长。受益于新能源汽车与充电桩需求恢复，铜合金产品盈利能力有望得到持续修复；同时，高端产能释放，改善铜合金产品结构，进一步促进公司铜合金产品盈利能力修复。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.15\ 1.27\ 1.53，对应公司 7 月 12 日收盘价 14.50 元，2023-2025 年 PE 分别为 12.6\ 11.4\ 9.5，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 美国光伏组件贸易政策不确定性风险；下游需求不及预期；产能释放进度不及预期等。

【公司评论】【山西证券|新材料】华秦科技：红外隐身细分领域龙头，订单饱满未来可期

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

- **事件描述**
- 公司发布业绩预告，公司预计 2023 年半年度实现营业收入为人民币 3.82 亿元，同比增长 41.25%。预计 2023 年 1-6 月归母净利润盈利约 1.83 亿元，同比上年增长约 47.83%。二季度营业收入约 1.95 亿，同比增长约 52.3%，环比增长 4.3%
- **事件点评**
- #业绩持续高增长&净利率近 50%。
- 公司是目前国内极少数能够全面覆盖常温、中温和高温隐身材料设计、研发和生产的高新技术企业，尤其在中高温隐身材料领域技术优势明显。2022 年公司实现营收 6.72 亿元，隐身材料收入占比 82.82%，伪装材料收入大幅提升，占比 12.17%。2020-2022 年，公司净利率从 37.4%增长至 49.6%，净利率创新高，彰显了行业的高景气度、高准入门槛以及公司强大的技术积累和产业经验所筑造的高护城河。
- #下游客户采购规模持续放大&在手订单饱满。
- 据公司 2022 年年报，公司三款已定型批产的隐身材料已签订合同 8.44 亿元，已履行金额为 9912 万元，待履行金额为 7.45 亿元，为公司业绩增长带来确定性。公司多个牌号产品仍处于小批试制和预研试制

阶段，未来新牌号批产有望为公司业绩贡献新增量。

- #业务协同发展&完善航空发动机产业链布局。
- 公司在保持现有核心产品竞争力的同时，积极布局高端新材料。2022年10月公司成立华秦航发，主营航空发动机零部件加工与制造；12月成立华秦光声，主营声学超构材料、声学装备和技术服务。公司不断丰富产品序列，开拓市场机会，通过业务协同发展提高公司的盈利能力和业务规模。
- #投资建议
- 预计公司2023-2025年分别实现营收9.01、12.28、16.40亿元，同比增长34.0%、36.3%、33.6%；分别实现归母净利润4.51、5.93、7.72亿元，同比增长35.4%、31.3%、30.2%；对应EPS分别为4.84、6.35、8.27元，维持“增持-B”评级。
- #风险提示
- 业务受国防政策影响较大的风险；客户集中度较高的风险；技术及产品不达预期的风险；民品推广不及预期的风险；募投项目不能顺利实施的风险



### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

