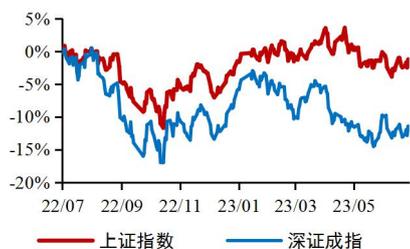


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年7月17日 星期一

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	3,237.70	0.04
深证成指	11,080.32	-0.14
沪深 300	3,899.10	0.02
中小板指	7,221.29	-0.42
创业板指	2,224.10	-0.60
科创 50	991.56	-0.44

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】

- 【山证新股】新股周报（0717-0721）：创业板首发 PE 及首日涨幅周环比上升，威迈斯待上市
- 【行业评论】化学原料：新材料周报（230710-0714）-欧盟呼吁增强汽车可循环性，合成生物、可降解及塑料回收有望受益
- 【行业评论】电气设备：锂电行业周报（20230710-20230714）-6月新能源汽车销量同比增长 35.2%，碳酸锂价格持稳运行
- 【山证煤炭】行业周报：中报业绩预报开启，关注超预期个股（20230710-20230716）
- 【行业评论】太阳能：产业链中上游价格企稳，静待组件底探明需求放量
- 【行业评论】汽车：2023 年中期策略报告：轻舟已过万重山
- 【行业评论】国防军工：国防军工 2023 年中期策略-逆经济周期扩张性行业，行业特点完美契合中特估
- 【山证有色】行业周报（20230710-20230714）-美国通胀低于预期，氢氧化锂价格在博弈中走弱
- 【公司评论】中国太保(601601.SH)：中国太保点评报告-负债端改善&估值低位，上调至“买入-A”
- 【衍生品研究】山证转债分类筛选评价体系再升级
- 【公司评论】新华保险(601336.SH)：新华保险点评报告-资产端弹性好&估值低位，上调至“买入-B”
- 【公司评论】绝味食品(603517.SH)：绝味食品 23H1 业绩预告点评-上半年业绩符合预期，成本压力缓解助力业绩改善
- 【衍生品研究】三条主线挖掘结构性投资机会-2023 年中期策略

【今日要点】

【山证新股】新股周报（0717-0721）：创业板首发 PE 及首日涨幅周环比上升，威迈斯特上市

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 近端新股的观察与思考：创业板首发 PE 及首日涨幅周环比上升
- 截至周五(2023/07/14)，科创板 7 月份首发 PE（摊薄）73.98 倍(之前一周 83.35 倍)，较 6 月份(59.51 倍)上升；7 月份新股首日涨幅 28.23%，较 6 月份(42.58%)下降；7 月份新股首日开板估值 68.85 倍，较 6 月份(63.36 倍)上升。创业板 7 月份首发 PE（摊薄）44.21 倍(之前一周 42.05 倍)，较 6 月份(45.19 倍)下降；7 月份新股首日涨幅 42.34%(之前一周 39.92%)，较 6 月份(20.05%)上升；7 月份新股首日开板估值 64.86 倍(之前一周 79.02 倍)，较 6 月份(42.62 倍)上升。
- 上周共有 8 只新股上市，科创板誉辰智能破发，周内新股市场活跃度上升，近 6 个月已开板新股周内共有 96 只股票录得正涨幅(占比 67.13%，前值 41.91%)，其中海诚科、未来电器等周涨幅超过 15%。监测周期指标来看，上周，科创板首发 PE 较之前一周环比下降，首日涨幅较 6 月份下降较多，但 7 月份科创板仅天承科技和誉辰智能上市，观测样本较少，会影响到数据公允性，因而重点看 7 月份创业板表现。创业板来看，上周首发 PE 及首日涨幅较之前一周继续上升，7 月份涨幅较 6 月亦上涨较多，故新股不存在整体板块性机会。此外，Wind 近端次新股指数成份估值与创业板估值最新比值为 0.89，处折价水平，仍建议关注询价及上市首日定价不充分的优质新股。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
 - 2023/7：昊帆生物(全系列多肽合成试剂)。
 - 2023/6：芯动联科(高性能 MEMS 惯性传感器)、智翔金泰-U(单克隆抗体和双特异性抗体药物)、阿特斯(晶硅光伏组件)、西山科技(手术动力装置整机和耗材)。
 - 2023/5：中科飞测-U(半导体检测、量测设备)、曼恩斯特(高精度狭缝式涂布模头)；
 - 2023/4：晶升股份(半导体级单晶炉)、中船特气(电子特种气体)、华曙高科(工业级增材制造设备龙头)、高华科技(高可靠传感器)、云天励飞-U(人工智能、AI 方案)；
 - 2023/3：日联科技(工业级 X 射线智能检测装备)、茂莱光学(工业级精密光学：半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR)；
 - 2023/2：裕太微-U(以太网物理层芯片)、龙迅股份(高清视频桥接及处理芯片)；

- 2023/1: 百利天恒-U(双/多特异性抗体、ADC 药物研发);
- 2022/12: 微导纳米(ALD 设备)、萤石网络(萤石物联云平台)、杰华特(虚拟 IDM 模式的模拟芯片企业)。
- 近端待上市重点新股: 威迈斯(新能源车载电源产品)。
- 已获得批复新股初筛: 德福科技(高性能电解铜箔)、中巨芯(电子湿化学品)、华虹宏力(“特色 IC+功率器件”代工)、艾罗能源(光伏储能系统及产品)。
- 远端深度报告覆盖: 安路科技、瑞华泰、维峰电子、容知日新、澳华内镜、广立微、华海清科、龙迅股份、鼎泰高科、思林杰、何氏眼科等。
- 风险提示: 新股大幅波动的风险; 新股业绩不达预期的风险; 系统性风险

【行业评论】化学原料：新材料周报（230710-0714）-欧盟呼吁增强汽车可循环性，合成生物、可降解及塑料回收有望受益

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 市场与板块表现: 本周化工与新材料板块回升。基础化工涨跌幅为 2.87%，跑赢沪深 300 指数 0.95%，在申万一级行业中排名第 3 位。新材料指数涨跌幅为 1.18%，跑输沪深 300 指数 0.74%。观察各子板块，有机硅上涨 3.67%、锂电化学品上涨 2.51%、半导体材料上涨 1.16%、可降解塑料上涨 1.1%、OLED 材料上涨 0.59%、膜材料下跌 0.28%、碳纤维下跌 3.1%。
- 观察估值，新材料各子板块估值水平处于历史较低水平。新材料指数市盈率为 20.71 倍，处于近三年 0%分位数水平。有机硅市盈率为 22.13 倍（21%，近三年分位数水平）；碳纤维市盈率为 30.61 倍（0%）；锂电池市盈率为 27.72 倍（3%）；锂电化学品市盈率为 18.54 倍（8%）；半导体材料市盈率为 96.78 倍（18%）；可降解塑料市盈率为 26.28 倍（92%）；OLED 材料市盈率为 721.25 倍（91%）；膜材料市盈率为 89.04 倍（95%）。
- 从交易拥挤度情况看，当前新材料具备显著的配置优势。本周新材料指数交易拥挤度为 4.31%，处于近两年 15.0%分位数水平，具备显著的配置优势。
- 六成个股上涨: 上周新材料板块中，实现正收益个股占比为 61.26%，表现占优的个股有神工股份(18.93%)、德邦科技(15.97%)、雅克科技(15.12%)等，表现较弱的个股包括双星新材(-9.11%)、吉林碳谷(-7.81%)、帝科股份(-7.8%)等。机构净流入的个股占比为 42.34%，净流入较多的个股有圣泉集团(7.66 亿)、湖南裕能(4.66 亿)、万华化学(4.4 亿)等。79 只个股中外资净流入占比为 55.70%，净流入较多的个股有万华化学(6.02 亿)、恩捷股份(1.55 亿)、湖南裕能(1.18 亿)等。
- 行业动态

➤ 行业要闻:

- 欧盟最新提案：汽车制造使用的塑料至少 25%源自回收
- 长春市邮政管理局：加大可降解塑料在行业内的推广应用
- 甘肃省：使用全生物降解地膜补贴 72 元/亩
- 兰州精细化工正崛起：758 亿元，219 个实体产业项目签约
- 重要上市公司公告（详细内容见正文）

➤ 投资建议

- 欧盟提案呼吁增强汽车行业可循环性，合成生物制造、可降解材料及塑料回收有望受益。7 月 13 日，欧盟委员会提出议案，指出欧洲每年会有超过 600 万辆汽车报废，造成了环境污染。欧盟委员会提议希望从设计、生产、报废流程等多个方面强化汽车行业可循环性。提案指出，制造新车的塑料中，25% 必须来自回收材料，且其中 25% 必须从报废车辆中回收；鼓励更多地回收汽车制造中使用的塑料、钢铁和铝；报废车辆中 30% 的塑料应予以回收。欧盟持续强化对主要行业可循环性的要求，我们建议关注生产制造中可降低全生命周期综合成本的产业环节，包括合成生物制造、可降解材料及塑料回收。合成生物制造方面，凯赛生物制造的生物基聚酰胺可利用与汽车轻量化、光伏及动力电池等领域，生物基聚酰胺制造过程兼具低碳及降本属性，招商局“1-8-20”订单凸现前景广阔；可降解材料领域，2023 年以来国内多地持续推广可降解塑料在交通运输及餐饮行业的应用，建议关注海正生材及金丹科技；塑料回收领域，惠城环保首套 20 万吨混合废塑料深度催化裂解制化工原料项目已完成科研，现已具备将废塑料直接裂解为富气和凝缩油等碳氢化合物的能力。

➤ 风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【行业评论】电气设备：锂电行业周报（20230710-20230714）-6 月新能源汽车销量同比增长 35.2%，碳酸锂价格持稳运行

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 工信部：6 月新能源汽车销量同比增长 35.2%：7 月 11 日，工信部公布 2023 年 6 月汽车工业经济运行情况：6 月，汽车产销分别完成 256.1 万辆和 262.2 万辆，同比分别增长 2.5%和 4.8%。1-6 月，汽车产销分别完成 1324.8 万辆和 1323.9 万辆，同比分别增长 9.3%和 9.8%。6 月，新能源汽车产销分别完成 78.4 万辆和 80.6 万辆，同比分别增长 32.8%和 35.2%；新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 30.7%。1-6 月，新能源汽车产销分别完成 378.8 万辆和 374.7 万辆，同比分别增长 42.4%和 44.1%；新

能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 28.3%。

- **工信部科技司：**发布行业标准修改单报批公示，涉及电池级碳酸锂、石墨类负极等内容：7月10日，工信部科技司对437项行业标准、1项行业标准外文版及1项行业标准修改单报批公示，相关标准化技术组织已根据行业标准制修订计划完成了制修订工作，其中化工行业标准涉及了电池级碳酸锂、石墨类负极材料等内容，文件规定了石墨类负极材料检测方法和电池级碳酸锂的分类、技术要求、试验方法、检验规则、标志、包装、运输、贮存及随行文件和订货单内容等。
- **国家能源局：**6月份全社会用电量同比增长3.9%：7月13日，国家能源局发布6月份全社会用电量等数据。6月份，全社会用电量7751亿千瓦时，同比增长3.9%。分产业看，第一产业用电量122亿千瓦时，同比增长14.0%；第二产业用电量5027亿千瓦时，同比增长2.3%；第三产业用电量1494亿千瓦时，同比增长10.1%；城乡居民生活用电量1108亿千瓦时，同比增长2.2%。1-6月，全社会用电量累计43076亿千瓦时，同比增长5.0%，城乡居民生活用电量6197亿千瓦时，同比增长1.3%。
- **价格追踪**
- **碳酸锂价格：**根据Wind，上周（7.10-7.15）电池级碳酸锂市场均价在30.3万元/吨，较上上周保持不变。上周锂矿价格仍处高位，碳酸锂成本面支撑仍存，锂盐厂仍无低处意愿。下游正极材料方面，原料库存有所消耗，近期或计划入市补库，整体商谈氛围略有好转，但压价情绪仍存，供需双方博弈中，碳酸锂价格僵持运行。我们预计下周锂价仍已维稳为主。
- **三元材料价格：**根据百川盈孚数据，上周（7.10-7.15）三元材料523市场均价为23.7万元/吨，较上上周价格下调2000元/吨，跌幅0.8%。近期成本端碳酸锂现货需求平淡，价格承压下滑；下游需求跟进不足，下游电池厂本月开工有所下滑，场内谨慎交易，厂家库存减少，囤货意愿较弱。我们预计三元材料价格暂稳为主。
- **磷酸铁锂价格：**根据百川盈孚数据，上周（7.10-7.15）磷酸铁锂动力型全国均价在9.5万元/吨左右，较上上周价格下调2000元/吨，跌幅2.1%；储能型全国均价在9.2万元/吨左右，较上上周价格下调2000元/吨，跌幅2.1%。近期主材碳酸锂价格下滑，铁锂成本面支撑减弱，虽另一原料磷酸铁价格价格坚挺，然支撑有限；下游方面，现阶段终端需求项目增速放缓，电芯厂出货量减少。我们预计磷酸铁锂价格暂稳为主。**负极材料价格：**根据百川盈孚数据，上周（7.10-7.15）中国锂电负极材料市场均价为46222元/吨，较上上周价格持平。周内原料煤焦油市场价格窄幅下调，但跌幅不大；近期部分负极材料项目陆续投产，现阶段负极企业多推进负极材料一体化项目，随着石墨化自供率不断提升，加之下游市场需求未恢复至预期水平，负极材料中低端产品价格受到一定冲击。我们预计负极材料价格低位持稳运行。
- **隔膜价格：**根据百川盈孚数据，上周（7.10-7.15）国内隔膜湿法市场均价为1.35元/平方米，较上上周价格不变；国内隔膜干法市场均价为0.95元/平方米，较上上周价格持平。随着头部厂商新增产能的陆续释放，干法隔膜持续处于较为紧张的供应状态，随着下游厂商在储能领域甚至动力领域的逐步替代，

以及电池厂商新建基地产能的释放，干法隔膜供不应求，干法产能的建设进度呈加速趋势；湿法市场暂无明显变化。我们预计湿法隔膜市场价格仍将企稳，干法隔膜后续存有小幅涨价的可能性。

- **电解液价格：**根据百川盈孚数据，上周（7.10-7.15）磷酸铁锂电液市场均价为 3.9 万元/吨，较上上周均价下调 3.8%，三元/常规动力电液市场均价为 5.4 万元/吨，较上上周价格下调 1.8%，六氟磷酸锂市场均价为 15.53 万元/吨，较上上周下降了 1.1%。近期电液上游六氟磷酸锂价格走弱，下游压价行为持续，电液企业较为弱势，需求端订单支撑力不足。六氟磷酸锂下游需求端跟进不足，场内交投气氛清淡，价格弱势下行。我们预计国内电液和六氟磷酸锂市场价格暂稳为主。
- **投资建议**
- **上周产业链上游价格弱势下行，供需端持续博弈。**我们认为随着产业供给恢复，企业产能逐步释放，需求保持稳定增长，锂电行业基本面将持续向好，坚定看好锂电主材、中下游行业需求。重点关注：宁德时代，恩捷股份，南都电源，传艺科技，双星新材。
- **风险提示**
- 原材料价格波动风险；国内外政策风险；下游需求不及预期风险。

【山证煤炭】行业周报：-中报业绩预报开启，关注超预期个股（20230710-20230716）

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点**
- **动态数据跟踪**
- **动力煤：**需求向好进口煤补位，港口煤价稳中有涨。保供要求下，煤炭供应整体增长；需求方面，迎峰度夏期间全国性高温天气持续，多地发布高温橙色预警，民用电力较好，南方八省电煤日耗攀高至 240.4 万吨左右，再创年内新高；非电煤耗方面，本周大宗商品价格整体上涨，非电终端利润尚可，煤炭需求有所恢复。库存方面，保供要求下产地发运走高，同时终端需求启动，港口库存调入调出基本持平，环渤海港口库存变化不大；日耗高企下，江内港口库存下降，沿海电存煤可用天数持续降低。但海外煤价本周波动调整，进口煤增量较多，叠加长协煤兑现率继续提升。本周国内动力煤价格没能继续上涨。展望后期，稳经济政策措施进一步落地，工业用电及非电用煤需求仍有增长空间，同时，随着迎峰度夏到来，生活用电需求也有望继续增长；另外，安全生产形势趋紧或成为常态，国内产地产量的增长空间有限，叠加国际煤炭需求供需或偏紧，进口煤增量预期仍存变数，预计 7 月动力煤价格维持高位。截至 7 月 14 日，广州港山西优混 Q5500 库提价 900 元/吨，周变化-1.1%；7 月秦皇岛动力煤长协价 701 元/吨，环比 6 月下跌 8 元/吨，本周长协挂钩指数中 NCEI、BSPI、CCTD 分别周 0.41%、0%和-0.14%。广州港山西优混与印尼煤的库提价价差-9 元/吨，外贸煤价格倒挂延续。7 月 14 日，北方

港口煤炭库存 2411 万吨，周变化-0.04%；长江八港煤炭库存 733 万吨，周变化-2.4%。需求方面，沿海八省电厂日耗 240.4 万吨，周变化+18.4 万吨或+8.29%，创年内新高。

- **冶金煤：**宏观政策改善预期增强，主焦煤价格恢复上涨。本周冶金煤生产供应正常。需求方面，根据金十期货，本周全国建材成交量日均 15.54 万吨，比上周均值变化+7.47%，成材终端需求有所改善；铁矿石供给收紧，价格上涨，唐山环保限产，钢厂开工率回落，价格上涨钢企利润改善，市场预期向好；铁水产量虽有所降低，但仍维持高位；库存方面，受需求改善影响，港口及独立焦化厂库存下降。综合影响下，本周炼焦煤价格随黑色产业链同步上涨。后期，焦煤矿山安监形势严峻形式常态化，国内冶金煤供应增加有限，若稳经济政策逐步落地，下游需求恢复增长；且随着美国加息节奏放缓，国际终端生产恢复或导致国际焦煤需求增长，国内进口仍存变数，冶金煤价格预计继续下跌空间不大。截至 7 月 14 日，山西吕梁主焦煤车板价 1750 元/吨，周变化+6.06%；京唐港主焦煤库提价 1960 元/吨，周变化+7.10%；京唐港 1/3 焦煤库提价 1610 元/吨，周变化+3.21%；阳泉喷吹煤 1075 元/吨，周持平；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 243 美元/吨，周变化-1.02%。京唐港主焦煤内贸与进口平均价的价差 2 元/吨，进口煤价格走低。截至 7 月 14 日，六港口炼焦煤库存 212 万吨，周变化-6.73%；国内独立焦化厂、全国样本钢厂炼焦煤总库存环比上周分别变化-1.7%、0.01%；全国样本钢厂喷吹煤库存周变化 2.09%。样本独立焦化厂焦炉开工率 75.3%，周变化+0.2 个百分点。
- **焦、钢产业链：**下游价格持续回升，焦炭两轮提涨。本周，建材成交改善，炉料需求走强，黑色产业链商品价格整体走高；前期焦化利润持续亏损，焦化厂开工维持低位。随着需求改善，下游焦炭库存下降，焦炭价格本周两轮提涨。后期，随着经济恢复信心重启，钢材需求增加导致焦炭需求恢复及山西关闭 4.3 以下焦炉等影响供给，焦炭价格下跌空间预计有限。截至 7 月 14 日，一级冶金焦天津港平仓价 2090 元/吨，周变化+2.45%；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）565 元/吨，周持平。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存周变化分别-2.28%、-0.18%；四港口焦炭总库存 213.1 万吨，周变化-2.02%；全国样本钢厂高炉开工率 84.33%，周变化-0.15 个百分点；唐山钢厂高炉开工率 56.35%，周持平；全国市场螺纹钢平均价格 3828 元/吨，周变化-0.16%；35 城螺纹钢社会库存合计 558.01 万吨，周变化 0.55%；螺纹钢生产企业库存 203.64 万吨，周变化+3.50%。
- **煤炭运输：**国内煤炭需求回升，沿海江内运价反弹。受煤炭日耗上升，进口煤增量需求及长协拉运需求提升，沿海煤炭拉运较好，沿海煤炭运价上涨。同时，江内受需求走高影响更明显，长江煤炭运价指数明显提高。截止 7 月 14 日，中国沿海煤炭运价综合指数 523.42 点，周变化+1.61%；长江煤炭运输综合运价 695.64 点，周变化 7.41%；鄂尔多斯煤炭公路运输长途运输价格指数 0.22 元/吨公里，周持平，短途运输价格指数 0.84 元/吨公里，周持平；环渤海四港货船比 16.4，周变化-3.53%。
- **煤炭板块行情回顾**
- **本周煤炭板块继续收涨，但没有跑赢上证指数。**煤炭(中信)指数周变化 0.22%，子板块中煤炭采选 II(中信)周变化 0.11%，煤化工 II(中信)周变化 1.03%。煤炭采选个股大部收涨，兖矿能源、山煤国际、盘江股份、冀中能源周涨幅居前；焦炭连续两轮提涨，煤化工个股反弹，美锦能源、云煤股份、金能科技

周涨幅居前。

➤ 本周观点及投资建议

➤ 国内市场方面，迎峰度夏保供开启，煤炭生产整体平稳增长；需求方面受全国性高温天气持续，民用电力需求仍高，沿海八省电煤日耗拉高至 240.4 万吨，再创年内新高；非电煤耗方面，本周大宗商品价格继续反弹，非电终端利润较好，煤炭消耗增加。库存方面，长协拉运兑现较好，进口煤补充及时，港口库存调入调出基本持平，沿海港口库存平稳，但江内港口煤炭库存有所下降；海外市场方面，本周煤价涨幅暂缓；综合影响下，本周国内动力煤价格延续反弹。焦煤、焦炭方面，供应平稳，但经济预期向好影响下，成材成交数据改善，双焦、铁矿石及螺纹钢等黑色期货价格恢复涨势，黑色产业链现货价格整体走高，焦煤、焦炭价格以涨为主。海外主焦煤价格优势不明显，后续进口增量预计不大；综合影响下，预计焦煤焦炭价格下降空间不大。后期，生产方面安监趋紧有望延续，国内煤炭产量的增加空间有限。随着欧美银行危机缓解，美元加息节奏放缓，夏季度峰需求增加，国际煤炭市场有望重新活跃，印尼、蒙古煤价整体向上调整，我国煤炭进口的边际成本增加，2023 年煤炭进口仍存变数；需求方面，随着稳经济政策加大力度落地，工业用电及非电用煤需求增长空间仍存，煤炭行业景气度有望维持。同时，随着市场调整，煤炭股板块动态估值仍然偏低，叠加高股息率水平，板块后期安全边际较高，有较高的配置价值。配置建议如下：预计 7-8 月份煤炭价格具有较强支撑，价格将是交易重点，动力煤看水火替代，焦煤看补库。配置排序如下。第一，央企国企价值临重估风口，煤炭全产业链龙头+高分红延续的【中国神华】。第二，若动力煤价格反弹，【广汇能源】、【山煤国际】、【潞安环能】、【陕西煤业】、【兖矿能源】、【盘江股份】、【平煤股份】等弹性标的值得关注。

➤ 风险提示

➤ 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【行业评论】太阳能：产业链中上游价格企稳，静待组件底探明需求放量

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 习近平：在新能源安全可靠替代的基础上，有计划分步骤逐步降低传统能源比重：中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平 7 月 11 日下午主持召开中央全面深化改革委员会第二次会议。习近平在主持会议时强调，要深化电力体制改革，加快构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，更好推动能源生产和消费革命，保障国家能源安全。要科学合理设计新型电力系统建设路径，在新能源安全可靠替代的基础上，有计划分步骤逐步降低传统能源比重。要健全适应新型电力系统的体制机制，推动加强电力技术创新、市场机制创新、商业模式创新。

- **三部委：**确保农村分布式可再生能源发电“应并尽并”：2023年7月4日，国家发展改革委、国家能源局、国家乡村振兴局联合发布《关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见》。文件特别强调：加强网源规划建设衔接，支撑农村可再生能源开发。在深入挖掘消纳潜力基础上，有序推进农村电网建设改造，提升农村电网分布式可再生能源承载能力，实现分布式可再生能源和多元化负荷的安全可靠、灵活高效接入，促进分布式可再生能源就近消纳。各级电网企业要积极做好农村分布式可再生能源发电并网服务，依法简化并网手续，优化服务流程，推广线上服务应用，确保农村分布式可再生能源发电“应并尽并”
- **国家统计局：**6月太阳能发电价格上涨1.4%：7月10日，国家统计局发布2023年6月份全国CPI（居民消费价格指数）和PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。对此，国家统计局城市司首席统计师董莉娟进行解读表示，6月份电力生产中的风力发电和太阳能发电价格分别上涨2.6%、1.4%。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据InfoLink数据，本周多晶硅致密料均价为64元/kg，与上周持平。本周有新订单的企业数量为7家，绝大多数小厂签完7月订单；由于部分企业本月已无余量可签，整体成交量较前期有所下滑。从硅业分会统计数据来看，2023年上半年多晶硅产量65.17万吨，月均产量在10.86万吨，同比增加91.2%。三季度硅料生产制造环节被动面临的潜在影响因素较多，包括但不限于限电、限产和投产进度不达预期等。综合考虑以上情况及新增产能爬坡释放的情况，预计量的方面7-8月的月均产量在12.5-12.7万吨之间；价的方面持稳或微增，P型和N型料的价差逐渐扩大。
- **硅片价格：**根据InfoLink数据，本周150um的182mm单晶硅片均价2.80元/片，较上周上涨1.8%。硅片环节前期通过大幅跌价与稼动率的小幅下修实现库存压力的缓解，当前硅片库存水位恢复至7-8亿片（折算约3-4天）的正常水平。此外，下游电池片环节需求强劲且利润饱满，对硅片的需求强劲且对硅片价格小幅调涨具有一定的包容度，因此我们预计短期内硅片价格仍有抬升空间。
- **电池片价格：**根据InfoLink数据，本周M10电池片（转换效率23.1%+）均价为0.72元/W，较上周增加1.4%；G12电池片（转换效率23.1%+）均价为0.72元/W，与上周持平，182mm TOPCon电池片均价为0.78元/W，与上周持平，比同尺寸PERC电池片溢价8.3%。当前电池片环节维持满产满销，价格连续两个周上涨反映了其供给相对紧缺的状态。当前PERC电池片供应能力相对平稳，预计7月份电池片的产量也会环比增长，增量主要来自于TOPCon电池。N型电池片占比高的企业及提前布局了电池新技术的企业有望持续享受良好的超额利润
- **组件价格：**根据InfoLink数据，本周182mm单面PERC组件均价为1.33元/W，较上周下降2.2%；182mm双面PERC组件均价1.35元/W，较上周下降2.2%。TOPCon组件价格为1.45元/W，较上周下降3.3%。本周价格反应7月订单状况，价格持续缓降。组件价格的持续下探不断提升终端装机的经济效益，待价格底探明后，将大幅刺激国内地面电站的需求弹性，预计8-9月需求快速释放。
- **投资建议**

- 从本周产业链各环节价格来看，上游价格均有企稳，组件端持续补跌，意味着终端需求量增弹性加大。光伏基本面强劲，坚定看好光伏中下游、辅材以及新技术方向，建议积极布局。重点推荐：爱旭股份、帝科股份、天洋新材、鼎际得、福斯特、海优新材、通威股份、隆基绿能、阳光电源、协鑫能科，积极关注：博菲电气、永和智控、石英股份、林洋能源、大全能源。
- 风险提示
- 光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险

【行业评论】汽车：2023 年中期策略报告：轻舟已过万重山

林帆 linfan@sxzq.com

【投资要点】

- 全球汽车产业正处于新一轮上升周期。我们根据对过往产量数据的整理，发现全球汽车产业周期约为 10 年，上行时间一般为 8 年左右，下行时间为 2 年左右。进入 21 世纪后，全球汽车产业周期与朱格拉周期高度同步，上一轮周期为 2010-2020 年，全球汽车产量自 2009 年触底后，2010 年开始快速增长至 7770.4 万辆（同比+25.8%），并于 2017 年见顶达到 9730.3 万辆，随后开始回落；2020 年叠加新冠疫情影响全球汽车产量下降至 7765.0 万辆，同比-15.4%。2021-2022 年全球疫情影响时断时续，但汽车产量开始处于复苏过程当中，同比分别+3.3%和+6.0%。我们认为全球汽车产业正处于新一轮中长期上升周期当中。
- 中国汽车产业周期与全球同步性增强，但市场增速有望继续高于全球。随着中国经济体量的增大及参与全球化的程度越来越高，经济周期运行也将与全球其他主要经济体趋同。与此同时，我国经济与全球增速的裂口逐渐收敛，人均汽车保有量的持续提升，将增加汽车产业周期与全球的趋同性。但中国汽车市场的增速仍有望继续高于全球，主要有三方面的原因：第一，由于我国国民经济增速仍将高于全球主要发达经济体，这将有利于增加新购车辆的需求；第二，2022 年我国汽车的千人保有量为 226 辆，尚远低于发达国家水平，新增购车需求还有继续提升的空间；第三，由于居民对新能源汽车的认可程度不断增高，电车换购需求基数将越来越大，有利于促进我国汽车市场进一步增长。
- 中国汽车出口或将实现长期稳定增长。2022 年我国汽车出口 311.1 万辆，同比+54.4%，成为仅次于日本的全球第二大出口国；2023 年前六个月，我国汽车出口已达 214.0 万辆（同比+75.7%），全年大概率将超过 400 万辆，将成为全球第一大汽车出口国。我国自主品牌和新能源车在世界上的竞争力正不断增强，上汽、奇瑞、长安、比亚迪等品牌愈发受到海外消费者的青睐，我国正由汽车制造大国向汽车强国迈进。2022 年我国汽车产量在全球中的占比仅为 31.8%，对比其他成熟工业品如光伏组件产量（84.8%）、动力电池出货量（70.6%）、冰箱冷柜产量（53.4%）等尚处于不高的水平。基于我国制造业的强劲竞争力及整车制造水平的不断提升，中国汽车产量在全球中的占比仍有较大发展空间。同时，随着全球碳中和进程的不断推进，新能源汽车的渗透率有望持续快速提升，我国在新能源汽车领域的

领先优势将辐射至全球市场，进一步推升我们国家的汽车出口。

- **智能化和一体化压铸的全球竞争力正在形成。**无论是新能源汽车整车还是产业链中关键的零部件企业，我国均已在全球范围内建立起较大的优势和较强的议价能力。我国自主品牌比亚迪自 2021 年开始新能源车业务快速增长，2022 年新能源汽车销量约为 186.4 万辆，同比+208.6%，超越特斯拉成为全球新能源汽车销量冠军。根据 SNE Research 的数据，2022 年全球动力电池装机量前十的企业中，我国独占六席，在全球动力电池市场占据绝对主导地位，其中仅宁德时代一家就占据全球 37.0% 的市场份额。
- **随着汽车智能化趋势的基本确立，中国乘用车电动智能化的渗透率明显领先于全球，有望成为智能汽车最大的生产国和消费国。**在涉及汽车智能化的关键系统和零部件领域，我国与美国还存在较大差距，需要集中精力加强技术研发，解决相关卡脖子难题，获得全球竞争力还需要一定时间。但是在有利于降成本的一体化压铸技术上，由于压铸及冲压件企业具备转型优势，我国不少企业均开始转型布局一体化压铸业务，或将在该领域快速获得竞争优势，带动我国汽车产业进一步蓬勃发展。
- **投资建议：**我国汽车产业与全球周期的趋同性增强，当前正处于中长期上升周期，且价格战等短期利空因素在今年第二季度已基本消化，因此我们看好行业在 2023 年下半年的基本面继续向好。我们维持行业“同步大市-A”的投资评级，重点推荐与智能化和一体化压铸相关的零部件产业链标的瑞玛精密、卡倍亿、德赛西威、多利科技，及重卡整车龙头企业中国重汽。
- **风险提示：**汽车产销量增长不及预期；原材料价格大幅波动的影响。

【行业评论】国防军工：国防军工 2023 年中期策略-逆经济周期扩张性行业，行业特点完美契合中特估

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **军工行业呈现价值避险特点，军工上市公司运作思路更加稳健、价值、成熟。**如今受到市场广泛认可的军工行业的价值避险逻辑，主要来源于其在未来世界局势动荡加剧的相当长的一段时间的确定性成长，并非源于行业自身的季节性交付特点和短期的政策波动。2022 年全年和 2023 年一季度，由于行业自身的订货调整和主管部门的变动导致了在去年 Q4 和今年 Q1 的业绩低于市场预期，但是随着各项改革的深入进行和订货调整的完成，2023 年下半年的行业业绩增速可能会超过市场预期。进入 2020 年以后，军工行业上市公司的分红率显著提高，不管是军工央企还是经营情况较好的民营军工企业，均进行了较大数量的分红持续回馈股东，这标志着军工企业的运作思路已经十分稳健、价值、成熟，愿意和有战略眼光的长期投资者建立紧密联系。
- **军工行业完美契合中国特色估值体系。**军工行业符合中国特色估值体系的根本要求，主要集中在体系完整性、技术先进性、高度自主可控三个方面。国防军工行业是工业皇冠上的明珠，全球只有中国和美国拥有完整的国防工业体系，其他国家的国防工业体系均无法不依赖外国制造完整的高科技装备，即使是法国、俄罗斯也做不到。在全球武器装备产品格局中，中国和美国的武器装备在技术先进性上

是独一档的，中国的国防工业的技术先进性和产能优势可以让中国在大国竞争中逐渐处于优势，也是中国持续扩大国际影响力保障地区安全的重要压舱石。

- **中国武器装备外贸进入黄金时期。**俄乌战争对世界武器装备外贸格局产生了深远影响。首先，是俄国和北约国家的大量库存和新造武器装备被消耗到了俄乌战场上，导致其难以向客户国提供相应武器装备。其次，是俄乌战场上巡飞弹产品异军突起，说明巡飞弹已经成为了现代战争中浅近纵深精确打击的最优选择。最后，中国武器装备技术先进，足以媲美美制装备，体系完整度、技术先进性远超如韩国、土耳其等国际军贸主要参与国，已经获得了世界武器装备外贸市场的青睐。中国的国防军工行业在巨大的本国需求之外，又可以向规模十分庞大的国际军贸市场开拓新的成长空间。
- **建议关注箭弹武器、新型航空装备、雷达电子产业链。**新军事变革主要围绕着弹药精确制导化、武器装备无人化、战场体系网络化三个方面进行，在相应的子产业链里我们重点推荐箭弹武器产业链、新型航空装备产业链、雷达电子产业链。
- **重点公司关注：**箭弹武器产业链推荐北方导航、航天电器、新雷能。北方导航负责研发和生产精确制导武器的核心分系统控制舱，处于产业链核心环节。航天电器是我国航天级和弹载连接器、数据总线产品的主要供应商，将受益于导弹配套行业的持续成长。新雷能在军用电源领域具有核心技术优势，在新型重点型号战术、战略导弹及雷达、电子设备电源产品领域占比较高。
- **新型航空装备产业链推荐中航沈飞、航发控制、航宇科技。**中航沈飞的新型歼-35 舰载隐身战斗机的研制成功，使其成为了世界上第三个可以大批量生产合格的隐身战斗机的企业。航发控制是国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，全面参与了国内所有在役、在研型号的研制生产任务，是航发控制系统唯一上市标的，具有稀缺性。航宇科技主要从事航空难变形金属材料环形锻件的研发、生产和销售业务，参与了我国现役绝大部分军用航空发动机生产任务，承担所有预研、在研军用航空发动机型号研制任务，还是国产大飞机 C919 长江系列航空发动机环锻件的核心研制生产单位。
- **雷达电子产业链推荐国博电子。**国博电子整合中国电科五十五所资源，是国内面向各军工集团销量最大的有源相控阵 T/R 组件研发生产平台，定型产品多，具备技术和市场优势，标的稀缺性强。
- **军工持续高分红标的推荐内蒙一机。**内蒙一机是我国唯一的集主战坦克、轮式步兵战车、中口径火炮于一体的特种地面装备研制生产整机企业，由于外贸市场需求充足，公司加大了 VT4、VT5、VN1、VN20、VP11 等军贸产品推介力度，在巩固目标用户基础上，已扩展到中东、非洲十多个国家。
- **风险提示：**海外订单不及预期，国内军事装备列装不及预期，新型号研发不及预期，企业业绩增长可能低于预期，相关政策落地进度可能不达预期。

【山证有色】行业周报（20230710-20230714）-美国通胀低于预期，氢氧化锂价格在博弈中走弱

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

【投资要点】

➤ 板块市场表现

➤ 板块涨跌幅：有色金属板块报收 4653.49，周变化 2.89%，排名第 4，跑赢上证综指 1.64pct。

➤ 子板块表现：黄金领涨，铜钴紧随其后。其中，子板块市场表现前三名：黄金（6.41%）、铜（5.97%）、钴（5.12%）；子板块市场表现后三位：铝（0.20%）、铅锌（-0.29%）、稀土（-1.03%）。

➤ 金属价格表现

➤ 基本金属：LME 铜报收 8514 美元/吨，周变动 2.29%；上期所阴极铜（活跃合约）报收 68610 元/吨，周变动 1.19%。LME 铝报收 2195 美元/吨，周变动 4.52%；上期所铝（活跃合约）报收 18305 元/吨，周变动 2.46%。

➤ 贵金属：COMEX 黄金报收 1958.00 美元/盎司，周变动 2.26%；国内黄金期货价格（活跃合约）报收 451.45 元/克，周变动 0.53%。COMEX 白银报收 24.01 美元/盎司，周变动 3.80%；国内白银期货价格（活跃合约）报收 5554.00 元/千克，周变动 1.18%。

➤ 能源金属：氢氧化锂价格 28.00 万元/吨，周变动-3.11%；工业级碳酸锂价格 29.00 万元/吨，周变动 0.00%；电池级碳酸锂价格 30.25 万元/吨，周变动 0.00%。钴酸锂价格 30.00 万元/吨，周变动 0.84%；电解钴价格 30.75 万元/吨，周变动 1.65%；硫酸钴价格 46.00 元/千克，周变动 5.75%；四氧化三钴价格 181.50 元/千克，周变动 2.25%。LME 镍收盘价 21575 美元/吨，周变动 1.82%；SHFE 镍收盘价 170300 元/吨，周变动 1.24%；电池级硫酸镍价格 33800 元/吨，周变动 0.30%。

➤ 小金属：镁锭价格 22150 元/吨，周变动 0.00%；钯价格 340 元/克，周变动 2.10%；钛铁价格 34600 元/吨，周变动 0.00%；金属硅价格 17950 元/吨，周变动 0.28%；镨钕氧化物价格 442000 元/吨，周变动-1.23%。

➤ 投资建议

➤ 基本金属：宏观方面，美国公布的 6 月通胀数据低于预期，美元指数下行，对基本金属形成利好。本周国内电解铜产量 20.33 万吨，与上周持平；目前虽然处于传统需求淡季，但空调等家电需求旺盛；预计短期内铜价维持震荡走势。云南地区电力缓解之后，电解铝产能逐步恢复，但四川地区电力供应紧张而有所减产，整体来看电解铝产量缓慢恢复；本周电解铝产量 79.56 万吨，周环比+0.16%，开工率提升 0.69%至 87.80%；因电力成本下跌因素，电解铝单吨利润较上周有所增加。光伏、汽车等终端需求的回暖对金属价格形成利好，建议关注博威合金、紫金矿业、天山铝业、神火股份等。

➤ 能源金属：本周氢氧化锂价格在供需博弈中走弱，电碳与工碳价格仍旧坚挺。本周碳酸锂产量 9770 吨，周环比+3.49%，开工率提升 3.49%至 83.80%；碳酸锂工厂库存为 3.05 万吨，周环比-13.18%。随着新能源汽车免购置税政策退出，新能源汽车需求恢复良好，向上游传导需要时间，供需博弈仍将持续，建议关注成本控制能力强，有较大利润空间的中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业等。

➤ 风险提示

- 终端需求恢复不及预期；供给超预期释放；海外地缘政治风险。

【公司评论】中国太保(601601.SH)：中国太保点评报告-负债端改善&估值低位，上调至“买入-A”

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

➤ 报告要点

- 长航行动二期发展规划发布，寿险改革持续深入。7月4日，公司发布长航行动二期规划，聚焦内勤转型，改变内勤思维模式，为提高前线队伍活力提供支持。提出打造赋能型总部、经营型机构，注重提质增效。
- 负债端复苏态势较好。NBV 增速在同业中领先，Q123 上市险企 NBV 增速：太保+16.6%>平安+8.8%>国寿+7.7%。太保 NBV 增长主因 NBVM 企稳回升，Q123 NBVM 达 12.2%、同比+3.0pct，这表示太保的产品销售结构已经基本稳定且符合市场需求。在当前保险行业负债端受储蓄险带动而复苏的背景下，我们预计太保负债端可在行业扩张+自身实力较强的背景下持续复苏。
- 寿险渠道改革成果渐显，产险综合成本率下降。2023 年前 5 月寿险累计保费为 1248 亿元、同比-1.9%；产险前 5 月累计保费 854 亿元、同比+11.5%，增速在同业中领先。寿险业务分渠道来看：代理人渠道，虽人力仍在下滑，但人均产能大幅提升，2021 年、2022 年连续两年增速处 40%+；银保渠道，新单占比在 2022 年已处 40%以上，助力稳规模。产险方面，Q123 综合成本率 98.4%、同比-1.2pct。保费快增、成本下行有利于承保利润释放。
- 投资建议：我们维持盈利预测不变，预测公司 2023-25 年归母净利润增速为 22.01%、14.24%及 15.04%。当前股价对应 2023E P/EV 0.50x，处于近 5 年合理估值区间下限附近。考虑到公司负债端改善程度优于同业、寿险改革持续向纵深推进及估值较低，将公司评级上调至“买入-A”。
- 风险提示：负债端改善不及预期，新业务价值率下滑，资本市场波动等。

【衍生品研究】山证转债分类筛选评价体系再升级

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 山证转债分类筛选评价体系不断升级
- 背景：我们于 2022 年 8 月发布《搭建转债分类评价体系》，构建了可转债分类筛选评价的多因子模型，并于今年 2 月在《可转债指数化投资的探讨》中，参考指数编制方法对筛选体系进行简化。同时，设

计出转债风格轮动指数，基本不同市场景气，在不同类型个券中进行切换。

- **本次优化：**我们编制出分类筛选评价体系的 python 版本。筛选方面，除流动性不足、估值过高、余券较少外，融入交易策略，增加剔除标准，将剔除率由原来的 50%左右升至 70%左右。分类方面，保持原有四类分法，但标准略有修改，具体参考了可转债=债券+看涨鲨鱼鳍期权的产品原理，分为债券型、高风险型、资金驱动型和基本面驱动型。
- **优化后，回测效果展示**
- **提高剔除比率后，最新纳入评测范围的个券约 160 只左右，由此组成的基础指数过去一年相对中证转债超额收益约 6%，相对 WIND 等权超额收益约 3%。**我们认为超额收益主要源自对潜在风险的提前规避。
- **分类来看，高风险型个券往往正处于正股快速上升趋势中，是向上市场中的优选，即知名的高价低转股溢价率策略。**市价低于到期赎回价的债券型个券，业绩表现十分稳健，绝对收益率不高，但回撤较小，适合低风险偏好投资人。代表小盘股小盘券的资金驱动型始终是最活跃、收益率最可观的一类。对于基本面驱动型个券，我们始终没找到有效的量化指标，唯有深度研究正股。
- **风格轮动指数优化**
- **考虑到 2 月份发布的风格轮动指数算法过于复杂，且基本面驱动型难以增强，我们对风格轮动策略进行了优化。**依然基于量价指标识别市场景气和拐点，但仅在债券型和资金驱动型个券间进行切换，其中债券型取债券余额最少的 10 只；资金驱动按双低策略加强，一次取 30-50 只，以实际数量为准。简化升级后的风格轮动策略约可取得相对中证转债指数 10%的超额收益，相对 WIND 等权超额收益约 7.5%。
- **风险提示：**回测不代表未来，模型或进行修改，市场系统性风险等。

【公司评论】新华保险(601336.SH)：新华保险点评报告-资产端弹性好&估值低位，上调至“买入-B”

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **报告要点**
- **资产端贝塔属性较强。**公司投资杠杆较大，2022 年投资资产/归母净资产比值为 11.69x，高于国寿 11.61x、太保 8.87x、平安 5.09x。此外，股票+权益型基金类投资资产/归母净资产比值也为同业中最高，2022 年为 164.5%，高于国寿 132.5%、太保 101.9%、平安 43.8%。因此，股市波动对公司经营及业绩表现均可产生较大影响。
- **VBIF 及 NBV 对投资收益率假设变动较为敏感。**以 2022 年数据为例，当投资收益率假设+50BP 时，公司 VBIF +24.6%，变动幅度显著高于同业（国寿+20.3%、太保+17.1%、平安约+13.3%）；同理，当投资

收益率假设+50BP时，公司NBV+48.2%，变动幅度亦显著高于同业（国寿+23.6%、太保+22.5%、平安约+10.9%）。鉴于公司近年来储蓄险新单占比提升、健康险新单占比下降，VBIF及NBV或将保持对投资收益率假设变动的高度敏感。

- **负债端有望实现复苏。**储蓄险热销之下，公司核心人力的人均产能或有明显提升，带动代理人留存率或有所提升。当前，人口趋势变化使得储蓄险主力客群占比提升，同时保险产品难以被其他金融产品替代，行业向好发展趋势可期。公司有望受益于行业发展，NBV增速或将企稳回升。
- **投资建议：**我们维持盈利预测不变，预测公司2023-25年归母净利润增速分别为42.85%、11.16%及10.05%。当前股价对应2023E P/EV 0.46x，处于近5年合理估值区间下限附近。考虑到公司估值处于低位、资产端弹性较足及负债端有望逐步复苏，将公司评级上调至“买入-B”。
- **风险提示：**资本市场波动加剧，长端利率下行，负债端发展持续低于预期等。

【公司评论】绝味食品(603517.SH)：绝味食品23H1业绩预告点评-上半年业绩符合预期，成本压力缓解助力业绩改善

周蓉 zhourongl@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **事件：**公司发布2023年上半年业绩预告，23H1预计实现营业收入36.5-37亿元，同比增长9.42%-10.92%；归母净利润2.28-2.43亿元，同比增长131.25%-146.47%。其中23Q2预计实现营业收入18.26-18.76亿元，同比增长10.8%-13.9%；归母净利润0.91-1.06亿元，同比增长850.2%-1007.6%。符合市场预期。
- **聚焦高势能门店，单店收入恢复。**今年以来公司重点聚焦机场、高铁、核心商圈等高势能门店，由于其收入较传统社区店更具优势，从而公司单店收入恢复加快，目前基本恢复21年同期水平。门店拓展方面，公司上半年新开门店与往年节奏相当，预计全年新增门店1500-1800家，进入消费旺季后，开店节奏将逐步加快。
- **鸭副价格环比下降，H2盈利能力有望逐步改善。**成本端，23Q1鸭副产品价格有所上升，23Q2开始主要鸭副产品价格均呈现逐月下降态势，下半年伴随鸭苗产能提升，鸭副价格压力有望逐步缓解，加之此前高价位原材料库存的消化，公司下半年原料成本有望延续下降态势，从而毛利率水平逐步改善。费用端，伴随线下消费场景逐步恢复，公司对加盟商补贴将逐步减少，销售费用持续优化，助力净利率水平环比提升。
- **投资建议**
- **展望下半年，伴随7、8月份消费旺季来临，公司单店收入有望加速增长，同时鸭副原材料压力逐步趋缓，助力其释放利润弹性。**同时过去几年公司积极布局卤味第二增长曲线，目前廖记门店拓展顺利，

看好公司长期成长空间。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 77.31/89.98/103.98 亿元，同比 +16.7%/+16.4%/+15.6%；归母净利润 6.77/10.20/12.87 亿元，同比+191.3%/+50.5%/+26.2%。对应 EPS 1.07/1.62/2.04 元，当前股价对应 PE 分别为 35.6/23.6/18.7 倍，维持“增持-A”投资评级。

- 风险提示：行业竞争加剧；渠道拓展不及预期；原材料等成本快速上升；食品安全问题等。

【衍生品研究】三条主线挖掘结构性投资机会-2023 年中期策略

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 转债市场概况及目前估值
- 转债市场持续扩容中，期末存续个券 510 只、总市值 1.03 万亿元。上半年中证转债+3.37%，其中 1 月强劲反弹，2-6 月震荡；4 月受搜特转债退市影响快速下行，但随后又快速企稳。
- 转债市场目前估值处过去一年合理区间中位，交易活跃度多次触及合理区间下限，6 月下旬以来重回中位水平。目前转股溢价率中位数 37%，偏高。但考虑到固收+类资金规模已重回提升趋势，我们认为估值将维持目前水平。
- H223 投资建议：基于三条主线寻找投资机会
- 转债估值合理 + 正股小而美：
 - 利德转债：AA+，最新收盘价 127.11 元，正股利亚德为 LED 显示龙头，技术业内领先，主打产品成本显著下降，应用场景更加广泛，WIND 一致预期 2023 年净利润同比+200%，2024、25 年增速均超 25%。
 - 海顺转债：AA-，最新收盘价 125.00 元，正股海顺新材为药品包装业龙头，伴生于医药行业稳健增长，新能源新消费等第二增长曲线可期。WIND 一致预期 2023-25 年净利润复合增速 25%左右。
 - 瑞科转债：A+，最新收盘价 118.70 元，但正股瑞华泰专注高性能 PI 膜研发，掌握核心技术，受益于国产替代大趋势。转债募投项目下半年投产，产能释放带来业绩增量。WIND 一致预期 2023-25 年净利润 CAGR 50%以上。
- 转债估值合理 + 风口/概念：
 - 长久转债：AA，最新收盘价 125.70 元。临期债，剩余期限 1.36 年。正股长久物流是汽车运输业龙头，受益于汽车出口和国内运输业恢复，新能源电池回收再利用业务进入回报期，增量业绩有望超预期。
 - 松霖转债：AA，最新收盘价 119.88 元，正股松霖科技近 70%收入源自厨卫产品出口，有望受益于美国地产市场持续修复。转债项目美容健康产品营收增速快。正股估值处最近三年合理区间下限。
- 被错杀的低评级类个券：广汇转债：AA+级，最新收盘价 91.30 元，纯债溢价率-12.40%、YTM 7.54%。

我们从公司自身、大股东、恒大汽车、外部评级等多方面分析认为公司暴露信用风险的可能性不大。

- 风险提示：正股基本面不及预期、市场整体风格转变、债券市场整体下移等。

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转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

