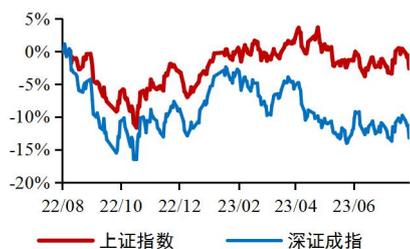


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年8月14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	3,189.25	-2.01
深证成指	10,808.87	-2.18
沪深 300	3,884.25	-2.30
中小板指	7,004.12	-2.12
创业板指	2,187.04	-2.33
科创 50	938.77	-2.13

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（0814-0818）：创业板首日涨幅环比提升较多，乖宝宠物待上市

【山证宏观】2023年7月金融数据点评：理性看待单月社融下降

【行业评论】电气设备：202308 锂电产业链月报-7月新能源汽车市场同比快速增长，碳酸锂价格持续下跌

【行业评论】电气设备：锂电行业周报（20230807-20230812）-上半年全球储能电芯出货规模达 91.6 GWh，碳酸锂价格或将持续下跌

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪：半导体寒冬持续，晶圆代工双雄业绩承压

【山证煤炭】行业周报：-《煤炭法》提出拟建立由市场决定煤炭价格机制（20230807-20230813）

【行业评论】消费者服务：2023年社会服务行业中期策略-看好旅游需求释放，提升出行相关市场景气度

【山证有色】行业周报（20230807-20230811）-电解铝利润增厚，开工率回升到 90%以上

【行业评论】汽车：汽车行业 7 月销量点评：产销符合预期，持续看好下半年行业景气度提升

【山证新股】巴比食品（605338.SH）2023H1 点评-门店拓展速度较快，团餐业务短期承压

【山证通信】中国移动（600941.SH）：CHBN 市场多点开花，数字化转型已成为增长引擎-CHBN 市场多点开花，数字化转型已成为增长引擎

【公司评论】李宁(02331.HK)：李宁公司快报-23H1 跑鞋产品表现亮眼，维持全年收入增长中双位数指引

【山证通信】中国联通（600050.SH）：保持高质量经营势头，产业互联网成为业绩发展新支撑-保持高质量经营势头，产业互联网成为业绩发展新支撑

【今日要点】

【山证新股】新股周报（0814-0818）：创业板首日涨幅环比提升较多，乖宝宠物待上市

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 近端新股的观察与思考：创业板首日涨幅环比提升较多
- 截至周五(2023/08/11)，科创板 8 月份首发 PE（摊薄）58.63 倍，较 7 月份(70.83 倍)下降；8 月份新股首日涨幅 10.60%，较 7 月份(19.97%)下降；8 月份新股首日开板估值 34.72 倍，较 7 月份(73.8 倍)下降。创业板 8 月份首发 PE（摊薄）49.5 倍，较 7 月份(44.05 倍)上升；8 月份新股首日涨幅 94.18%，较 7 月份(43.21%)上升；8 月新股首日开板估值 56.24 倍，较 7 月(57.58 倍)下降。
- 上周 7 只新股上市，周内新股市场活跃度上升，近 6 个月已开板新股周内共有 86 只股票录得正涨幅(占比 52.12%，前值 35.00%)。整体看，8 月份科创板首发 PE、首日涨幅、开板估值等较 7 月份有较大幅度下降，但上市股票数量较少（仅华虹公司、碧兴物联上市）影响统计结果公允性，重点看创业板表现。上周创业板新股盟固利上市首日涨幅较多，一方面拉升了 8 月份整体新股涨幅，另一方面也推升了创业板情绪，8 月份创业板新股首日涨幅 94.18%(剔除盟固利后这一数值为 61.48%，之前一周 27.4%)，较 7 月份(43.21%)上升较多。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 1.13，新股（尤其是创业板块）不存在整体板块性机会，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：
- 2023/8：华虹公司（“特色 IC+功率器件”代工）、敷尔佳（透明质酸钠及胶原蛋白相关）；
- 2023/7：威迈斯(新能源车载电源产品)、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(高精密狭缝式涂布模头)；
- 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: 广钢气体、乖宝宠物。
- 已获得批复新股初筛: 中巨芯(电子湿化学品)、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

【山证宏观】2023 年 7 月金融数据点评: 理性看待单月社融下降

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点:
- 市场启示: 理性看待社融下降, 维持收益率震荡看法。7 月社融回落市场已有预期, 但真实数据大幅低于预期值。然而近两个月信贷合计值并不低, 拖累主要来自于政府债券发行节奏偏慢。在 8-10 月专项债加快发行的背景下, 不宜因单月社融不佳过度悲观。政治局会议后, 市场进入对积极政策的验证阶段, 政策储备加强并强调适时推出, 通胀已触底, 经济负反馈概率降低, 同时中长期内生动能复苏仍需等待, 降准降息概率加大。判断收益率未到反转时, 十年期国债收益率短期大概率在 2.6%-2.7%内震荡。
- 7 月新增社融大幅低于预期, 广义流动性仍偏宽松。7 月末社融存量为 365.77 万亿元, 同比增长 8.9% (前值 9.0%)。7 月社融新增 5282 亿元, 大幅低于 wind 一致预期的 1.12 万亿元, 环比减少 3.70 万亿元, 同比减少 2314 亿元。近三个月新增社融合计同比大幅下降 28.2%。7 月 M2 增速为 10.7% (前值 11.3%), 低于 wind 一致预期的 11.1%。M2 和社融增速差为 1.8% (前值 2.3%), 虽有回落但仍处于 2016 年以来的高位, 显示流动性比较宽松。M1 增速由 3.1%回落至 2.3%, M1-M2 剪刀差继续回落至-8.4% (前值-8.2%), 显示企业经营活力依然不足。
- 单月社融主要拖累项是人民币贷款, 近两个月主要拖累项则是政府债券。7 月新增政府债券仅略高于去年同期, 6 月及 7 月合计值低于去年同期 1.07 万亿元。在政策要求下, 8 月以来专项债已呈现加速发行态势, 预计将为未来两个月社融提供支撑。7 月社融口径新增人民币贷款大幅收缩至 364 亿元。考虑到二季度末在降息和银行贷款季末冲量的情况下贷款投放较多, 我们综合考察 6 月及 7 月的信贷, 两个月人民币贷款合计值在历年同期中并不算低。因此建议对 7 月社融偏低理性看待, 不宜过度悲观, 况且从通胀和 PMI 看, 经济边际应该是弱改善的。但 8 月以来国股银票转贴现利率依然在下降通道, 30 大中城市商品房销售同比降幅扩大, 社融可能继续偏弱, 政策前置发力必要性大大提升。

- **新增贷款大幅收缩，拖累主要在住户端。**7月住户新增贷款大幅下降2007亿元，2007年以来在同期中首次转负，企业新增贷款也仅为2378亿元，是2017年以来同期最低值。7月企业、住户贷款存量增速分别降至14.0%、6.8%。6月及7月合计看，企业贷款总量高于去年同期188亿元，住户贷款总量低于去年同期2067亿元，可见拖累主要在住户端。
- **企业和住户中长期贷款均回落。**7月企业中长期贷款新增2712亿元，低于历年同期。6月及7月企业中长期贷款合计高于去年同期689亿元，住户中长期贷款合计低于去年同期1695亿元。7月企业中长期贷款和住户中长期贷款存量增速分别为17.9%、4.9%，均顶部回落。
- **风险提示：稳增长政策超预期；地缘政治风险。**

【行业评论】电气设备：202308 锂电产业链月报-7月新能源汽车市场同比快速增长，碳酸锂价格持续下跌

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **新能源车：**7月全国新能源汽车产销同比持续快速增长。根据中汽协，2023年7月，新能源汽车产销分别完成80.5万辆和78.0万辆，同比分别增长30.6%和31.6%，市占率达到32.7%。2023年1-7月，新能源汽车产销分别完成459.1万辆和452.6万辆，同比分别增长40.0%和41.7%，市场占有率达到29.0%。分动力来源来看，插电式混合动力汽车7月产销同比大幅增长。根据中汽协数据，7月插电式混动汽车产量为25.0万辆，同比增长73.3%，销量为23.9万辆，同比增长77.0%，7月燃料电池汽车当月产量0.02万辆，同比下降17.2%，销量0.03万辆，同比增长13.1%。
- **动力电池：**7月我国动力电池产量快速增长，储能电池销量4.3GWh，环比增速下滑。根据中国汽车动力电池产业创新联盟，产量方面，7月，我国动力电池产量共计61.0GWh，同比增长28.9%，环比增长1.5%。装车量方面，我国动力电池装车量32.2GWh，同比增长33.3%，环比下降2.0%。分企业来看，7月国内动力电池企业前五名为宁德时代、比亚迪、中创新航、亿纬锂能、国轩高科，装车量分别为13.5GWh（占比41.8%）、9.4GWh（占比29.0%）、3.2GWh（占比9.9%）、1.3GWh（占比4.1%）、1.3GWh（占比3.9%）。储能方面，7月我国储能电池销量共计4.3GWh，环比下降-50.6%，其中磷酸铁锂电池销量4.3GWh。
- **原材料价格：**7月碳酸锂价格持续下跌，预计8月碳酸锂价格仍将下行。根据Wind，7月电池级碳酸锂均价为29.2万元/吨，氢氧化锂均价为29.6万元/吨，预计8月碳酸锂价格仍将呈下降趋势；根据百川盈孚，7月，三元材料523市场均价在22.45万元/吨，价格下调，后市预期受成本波动影响，预计价格仍将下行；磷酸铁锂市场均价在9.5万元/吨，价格下调，预计短期内铁锂价格暂稳，然不排除后续弱势下滑的可能；负极材料市场均价为46222元/吨，预计8月负极材料价格弱稳运行；国内湿法隔膜月均价2.3元/平方米，国内干法隔膜月均价1.0元/平方米，价格不变，预计8月隔膜市场仍将维稳；六氟磷酸锂市场月均价为152323元/吨，弱势下跌，部分厂家延续停产，我们预计短期价格维稳。

- 重点公司关注：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。

【行业评论】电气设备：锂电行业周报（20230807-20230812）-上半年全球储能电芯出货规模达 91.6 GWh，碳酸锂价格或将持续下跌

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **2023H1 全球储能电芯出货规模达 91.6 GWh:** 8 月 11 日,InfoLink 全球锂电池供应链数据库显示 2023H1 全球储能电芯出货规模达 91.6 GWh, 其中大、小储分别为 75.7 GWh 与 15.9 GWh, Q2 环比增长仅有 11%, 总出货 TOP 5 企业为宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、瑞浦兰钧与厦门海辰, 出货规模皆在 5 GWh 以上, CR5 达到 69.3%, 宁德时代的市场占有率由去年全年的 41% 滑落至 2023H1 的 33%。今年上半年比亚迪刀片电芯产能释放与魔方的推出, 凭借成本优势逐步提升市场占有率, 也为市场价格带来不小冲击。同时亿纬锂能、瑞浦兰钧、厦门海辰与其他电芯企业相继扩产抢占大市场。
- **7 月 17 省投资备案储能相关项目总额高达 675.79 亿元:** 8 月 9 日, 据索比储能网不完全统计, 2023 年 7 月广东、浙江、江苏、河南、安徽、辽宁等 17 省共投资备案储能相关项目 497 个, 投资总额 675.79 亿元, 涉及规模达 24.2GW/70.13GWh (不包含未公示规模的项目)。其中规模在 100MW/200MWh 及以上的备案项目超过 126 个, 主要项目单位包括协鑫能源、深圳华建、国能乌鲁木齐、中电建新能源、中安国新储能、珠海埃克森等。从项目数量来看, 广东、浙江、江苏三省分别以 113、83、80 的项目数量位居前三; 山东以 50 的项目数量位居第四; 第五、六的河南、辽宁分别为 40、39, 前六的省区共占 7 月项目总数的 61.12%。
- **华阳集团发布全球首批钠离子电池电动二轮车:** 8 月 9 日, 由华阳集团主办, 华阳股份和新日公司承办的全球首批钠离子电池电动二轮车商业化应用发布会在华钠芯能举行。此次发布, 标志着华阳集团成为我国首家完整打造从材料到电芯、再到 Pack、集成、应用钠离子电池全产业链的企业。目前, 华钠芯能引进先进工艺设备 153 台(套), 搭建了全球首批量产 1GWh 钠离子电芯生产线和年产 1GWh 钠离子 Pack 电池生产线, 已经实现 48V18Ah 电动自行车 Pack 电池和 48V、72V 储能电池模组量产, 在国内钠离子电池企业中属于第一梯队, 已具有国际领先的水平。
- **价格追踪**
- **碳酸锂价格:** 根据 Wind, 上周(8.7-8.12) 电池级碳酸锂市场均价在 24.4 万元/吨, 较上周下降了 6.87%。碳酸锂价格持续走低, 成本端, 外购锂矿的锂盐厂已经成本倒挂, 成本端支撑有限; 需求端, 下游电芯厂需求不及预期, 叠加供应端持续平稳放量。考虑到 8 月下旬下游企业将开启新一轮备货, 我们预计碳酸锂价格有望适时止跌回升。

- **三元材料价格：**根据百川盈孚数据，上周（8.7-8.12）三元材料 523 市场均价为 20.7 万元/吨，较上周价格下调 9000 元/吨，跌幅 4.17%。原料成本端，碳酸锂价格跌势不减；供应端，大厂开工稳定，正常生产，部分小厂停产或减产；需求端，自 7 月以来，数码及小动力市场需求量减少，电池厂采购三元材料以刚需为主，多控制原料库存量。我们预计短期内三元材料价格多走弱为主。
- **磷酸铁锂价格：**根据百川盈孚数据，上周（8.7-8.12）磷酸铁锂动力型全国均价在 8.8 万元/吨左右，较上周同期下调 3000 元/吨，跌幅为 3.3%；储能型全国均价在 8.5 万元/吨左右，较上周同期下调 3000 元/吨，跌幅为 3.4%。上周碳酸锂市场成交价格延续下调，铁锂成本面缺乏支撑；供应端较上周变化不大，头部企业原料备货及需求订单充足；需求端，整体买气未有明显提振。我们预计短期内铁锂暂稳为主，然不排除后续价格下行的可能。
- **负极材料价格：**根据百川盈孚数据，上周（8.7-8.12）中国锂电负极材料市场均价为 4.02 万元/吨，较上周价格下降 12.93%。原料端，上游材料价格小幅上升；供应端较上周有所增加，因负极材料市场需求增速跟不上负极产能扩张速度，负极材料市场整体仍处于供大于求的状态。我们预计下周负极材料价格暂稳为主。
- **隔膜价格：**根据百川盈孚数据，上周（8.7-8.12）国内隔膜湿法市场均价为在 1.3-3.3 元/平方米，较上周价格不变；国内干法隔膜主流产品价格价格在 0.9-1.0 元/平方米，较上周价格持稳。原料面，本周国内聚乙烯市场平均价格窄幅波动；供需面，厂家市场放量稳定，下游隔膜企业订单量充足。我们预计后续隔膜价格仍以维持稳定为主。
- **电解液价格：**根据百川盈孚数据，上周（8.7-8.12）磷酸铁锂电液市场均价为 3.2 万元/吨，跌幅为 3.0%；三元/常规动力电解液市场均价为 4.3 万元/吨，跌幅为 8.5%；六氟磷酸锂市场均价为 13.1 万元/吨，减幅 5.1%。原料段，周内上游原料价格整体下滑状态不改，电解液成本支撑力持续减弱；供应端，新增项目陆续投产，市场供应量或将出现一定爬坡；需求端变化不大。我们预计六氟磷酸锂市场价格将延续下探。
- **投资建议**
- **上周产业链上游价格弱势下行，供需端持续博弈。**我们认为随着新能源消费提升，产业推动装机上行，市场情绪反弹将带动需求增长，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。

【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪：半导体寒冬持续，晶圆代工双雄业绩承压

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体：**本周（2023.08.07-2023.08.13）市场整体下跌，上证指数跌 3.01%，深圳成指跌 3.82%，创业板指数跌 3.37%，科创 50 跌 3.79%，申万电子指数跌 4.47%，Wind 半导体指数跌 3.82%，费城半导体指数跌 4.99%，台湾半导体指数跌 1.86%。细分板块中，周涨跌幅前三大板块为模拟芯片设计(-1.75%)、半导体设备 (-2.12%)、电子化学品 II (-2.54%)。从个股情况看，涨幅前五为：利通电子 (+9.46%)、西陇科学 (+9.14%)、捷邦科技 (+8.53%)、天键股份 (+7.64%)、厦门信达 (+5.95%)；跌幅前五为：奥比中光-UW (-15.60%)、华特气体 (-15.20%)、中富电路 (-13.65%)、海光信息 (-12.99%)、香农芯创 (-12.43%)。
- **行业新闻：**Q2 全球半导体销售额同比下降 17.3%，环比增长 4.7%。美国半导体工业协会（SIA）宣布，2023 年 Q2 全球半导体销售额总计 1245 亿美元，同比下降 17.3%，比 2023 年第一季度增长 4.7%，6 月全球销售额环比增长 1.7%，已连续四个月增长。
- **晶圆代工双雄业绩承压。**华虹半导体：2023Q2 销售收入 6.3 亿美元，同比上升 1.7%，环比持平。毛利率为 27.7%，同比下降 5.9pcts，环比下降 4.4pcts。预计 Q3 销售收入在 5.6 亿美元至 6.0 亿美元之间。截至二季度末，华虹折合八英寸月产能增至 34.7 万片，四条产线保持满载运营。中芯国际：2023Q2 营收 15.6 亿美元，同比下降 18%，超过市场预期的 15.5 亿美元，Q2 营收环比增长 6.7%，主要由于晶圆销售量增加所致；净利润 4.0 亿美元，同比下降 21.6%，超过市场预期的 1.8 亿美元。预计 Q3 销售收入环比增长 3%至 5%。毛利率 18%至 20%。中芯国际 12 英寸产能需求相对饱满，8 英寸客户需求疲弱，但仍好于业界平均水平。
- **重要公告：【工业富联】：**8 月 8 日发布 2023 半年报，报告显示上半年营收约 2067.76 亿元，同比下滑 8.21%，实现归母净利润约 71.61 亿元，同比上涨 4.21%。**【思瑞浦】：**8 月 10 日发布 2023 半年报，报告显示上半年营业收入 6.12 亿元，同比-38.68%；归母净利润 0.14 亿元，同比-94.01%。**【沪硅产业】：**8 月 10 日发布 2023 半年报，报告显示上半年营业收入 15.74 亿元，同比-4.41%；归母净利润 1.87 亿元，同比 240.35%。
- **风险提示**
- 下游需求回暖不及预期，技术突破不及预期，产能瓶颈，外部制裁升级。

【山证煤炭】行业周报：-《煤炭法》提出拟建立由市场决定煤炭价格机制（20230807-20230813）

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- 动态数据跟踪

- **动力煤：**迎峰度夏过半，港口动力煤价低位震荡。本周，降雨受阻减缓，保供为主，煤炭供应基本正常；需求方面，台风降雨天气减少，全国各地气温回升，居民用电恢复，电厂日耗走高，南方八省电煤日耗降至 238.8 万吨，恢复至度夏高峰情形；但非电煤耗方面，夏季高温影响需求，虽然宏观经济利好政策出台，但具体影响仍未发挥，叠加地产负面消息发酵，本周大宗商品成交一般，非电煤炭需求有限。库存方面，港口煤炭调入与调出相差不大，但迎峰度夏过半，下游采购动力不足，沿海港口煤炭库存继续走低；但高日耗下，长江港口库存下降。海外煤价本周波动上涨，内外贸价格回正，进口煤价差低位波动。综合影响下，国内动力煤价格有所下调。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，迎峰度夏延续，生活用电需求有望维持高位。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 8 月动力煤价格维持高位。截至 8 月 11 日，广州港山西优混 Q5500 库提价 915 元/吨，周变化-0.54%；8 月秦皇岛动力煤长协价 704 元/吨，环比 7 月上涨 3 元/吨，本周长协挂钩指数中 BSPI、NCEI、CCTD 分别周变化 0.28%、-0.41%和-0.27%。广州港山西优混与印尼煤的库提价价差-12 元/吨，内外贸价差继续低位波动。8 月 11 日，北方港合计煤炭库存 2353 万吨，周变化 1.34%；长江八港煤炭合计库存 581 万吨，周变化-11.03%。需求方面，截至 8 月 11 日，沿海八省电厂日耗 238.8 万吨，周变化+22.5 万吨或+10.40%。
- **冶金煤：**强预期弱现实延续，主焦煤以稳为主。本周安监、环保影响减弱，焦煤煤矿供应有所恢复。需求方面，根据金十期货，本周全国建材成交量日均 14.35 万吨，比上周均值变化+12.64%，有所增长但整体受需求影响成交一般；唐山钢厂复产，全国钢厂开工率有所恢复，铁水产量维持高位震荡；库存方面，受需求恢复影响，港口库存继续下降，独立焦化厂库存增速减缓，钢厂开工走高带来去库。综合影响下，本周炼焦煤价格以稳为主。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 8 月 11 日，山西吕梁主焦煤车板价 1880 元/吨，周持平；京唐港主焦煤库提价 2150 元/吨，周持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1810 元/吨，周持平；日照港喷吹煤 1233 元/吨，周变化-0.4%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 258 美元/吨，周变化 0.19%。京唐港主焦煤内贸与进口平均价差 85 元/吨，周变化-7.61。截至 8 月 11 日，六港口炼焦煤库存 167.1 万吨，周变化-3.47%；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 1.97%、-1.85%；全国样本钢厂喷吹煤库存周变化-0.15%。样本独立焦化厂焦炉开工率 75.7%，周变化+0.7 个百分点。
- **焦、钢产业链：**粗钢压减政策预期影响，焦炭价格本周稳定。本周，钢厂开工恢复，带来焦炭需求增加，同时，焦化利润修复开工也小幅提高，但本周地产负面消息施压叠加粗钢压减预期走强，焦炭价格没有延续上涨；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 8 月 11 日，一级冶金焦天津港平仓价 2340 元/吨，周持平；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）619 元/吨，周变化-16.24%，焦化利润回调。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存周变化分别-3.55%、-2.50%；四港口焦炭总库存 219.4 万吨，周变化-4.61%；全国

样本钢厂高炉开工率 83.80%，周变化+0.44 个百分点；全国市场螺纹钢平均价格 3762 元/吨，周变化 -1.67%；35 城螺纹钢社会库存合计 610.67 万吨，周变化 2.19%。

- **煤炭运输：**下游补库叠加油价影响海运成本，煤炭运价探涨。电厂日耗增加，叠加台风过后下游有补库需求；同时，高油价影响海运成本，部分船只止损停航，运力减少下，沿海煤炭运价上涨。截止 8 月 11 日，中国沿海煤炭运价综合指数 477.89 点，周变化 0.8%；长江煤炭运输综合运价 685.95 点，周变化 0.29%；鄂尔多斯煤炭公路运输长途运输价格指数 0.23 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 29.1，周变化 56.54%。
- **煤炭板块行情回顾**
- **本周煤炭板块随大盘回调，但跑赢上证指数。**煤炭(中信)指数周变化-0.64%，子板块中煤炭采选 II(中信)周变化-0.76%，煤化工 II(中信)周变化+0.11%。煤炭采选个股回调为主，兖矿能源、山煤国际、潞安环能、陕西煤业和兰花科创周涨幅为正；煤化工个股除美锦能源取得正涨幅外也有所回调。
- **本周观点及投资建议**
- **国内市场方面，迎峰度夏过半，安监环保影响减弱，煤炭生产整体平稳增长；需求方面，台风降雨减缓，气温回升，电厂日耗走高，沿海八省电煤日耗回升至 238.8 万吨；但随着雨水较好，水电出力有所恢复，火电压力不大；非电煤耗方面，政策利好落地，但具体措施仍待出台，叠加地产负面消息频出，本周大宗商品成交一般，非电煤炭消耗较弱。**库存方面，下游拉运不足，动力煤沿海港口库存恢复；但本周海外煤价恢复上涨，进口煤价差维持低位；综合影响下，本周国内动力煤价格回调。焦煤、焦炭方面，供应平稳，但夏季高温及降雨影响，下游成材成交一般，强预期与弱现实博弈，本周焦煤价格止涨；焦炭方面，虽然唐山开工恢复，但焦化利润升高开工也有所上涨，叠加地产负面舆论及粗钢平控等影响下，本周价格以稳为主。进出口方面，澳洲峰景矿硬焦煤价格上涨，内外贸价差重回负值，海外主焦煤价格优势较低。投资建议方面，本轮比较超预期的品种是焦炭，前期市场对焦炭的预期较低，一方面焦煤存在超跌补涨逻辑，另一方面粗钢平控预期偏强。但是 6 月 24 日，山西加快关闭 4.3 米焦炉，这块产能约占整个行业的 4-5%。在下游生铁利润较好和焦煤连续提涨的背景下，焦炭市场面临供应偏紧和成本推动等情况，价格连续多轮上涨，盈利能力也随之改善，目前板块上涨幅度超出之前预期。预计 8-9 月双焦走势较动力煤更为强劲，继续关注 8 月中报超预期个股。建议关注几类：第一，关注焦化板块相关个股，如【陕西黑猫】、【金能科技】、【美锦能源】等。第二，具有焦炭产能的焦煤股也具备较高弹性，【开滦股份】、【潞安环能】、【平煤股份】、【淮北矿业】等弹性标的值得关注。第三，【广汇能源】马朗矿本周取得项目代码，产能释放持续推进。第四，动力煤价格旺季仍有支撑，建议关注【中国神华】、【山煤国际】、【陕西煤业】、【兖矿能源】。
- **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】消费者服务：2023 年社会服务行业中期策略-看好旅游需求释放，提升出行相关市场景气度

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点：**
- **2023H1 社会服务行业整体表现：**行业整体回调，自然景区业绩修复明显。2023H1（数据统计截至 2023 年 7 月 28 日）沪深 300 指数上涨 3.13%，申万社会服务行业指数下跌 6.66%，跑输大盘 9.79pct，在 A 股 31 个申万一级行业中涨跌幅位列第 26 位。山岳类自然景区业绩亮眼、较 2019 年同期大增超 6 倍、多家公司交出史上最佳一季报业绩。
- **社服各子板块 2023H2 趋势展望。**免税：增强经营质量成为主旋律。海南入岛客流基本超 2019 年同期水平，客流恢复弹性较强。叠加主要免税集团重塑价格体系、优化核心产品上下游渠道，离岛免税消费经营质量有望提高。酒店：中高端酒店经营弹性较强。国内酒店行业整体平均房价率先提升，目前已超 2019 年同期水平；中高档酒店市场出租率恢复程度优先于其他类型酒店。景区出行：客流回暖推动人均消费逐渐提升。旅游市场基本恢复至疫情前水平，人均消费仍有约 15%增长空间；补偿性出行需求持续释放、出游量可观有望提升人均消费复苏节奏。餐饮：需求恢复带动业绩回暖。6 月餐饮收入为 2019 年同期 117.39%。年内消费客流回升带动餐饮行业恢复进程加速，叠加传统节假日消费旺季，餐饮上市公司业绩回暖明显。
- **投资建议：**今年以来受益于消费者出游需求增加，出行产业链整体渐进复苏。旅游市场出游人次和旅游收入基本恢复至疫情前水平，人均客单价受限于居民消费偏好趋于稳健，目前较 2019 年尚有约 15% 增长空间。酒店：主要城市平均房价率先启动超 2019 年水平，入住率基本恢复至疫情前 80%水平，RevPAR 接近 2019 年同期；中高档酒店出租率恢复程度优于其他类型酒店；主要酒店集团年内估值基本回调至合理区间，看好连锁化率提升和中高端改造进程加速。免税：海南整体入岛客流增长良好，高客单价产品受限于供应阶段性短缺影响人均消费；看好免税商逐步收窄折扣改善毛利率，优化经营质量。景区出行：下半年暑假、中秋国庆小长假有望带动出行市场持续增长，2023Q2 客流回暖带动景区业绩释放。今年以来消费整体复苏、补偿性需求支撑、出游人次恢复良好，横向对比服务消费相对领先实物消费，目前客单价仍有提升空间。餐饮：年内行业补偿性需求释放明显，规模化、连锁化仍然是餐饮行业未来发展主要趋势。头部餐企凭借自身供应链基础，在客流回暖前提下、业绩恢复弹性较大。
- **重点公司推荐：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、中青旅、天目湖、同庆楼、广州酒家。
- **风险提示：**居民消费意愿恢复不及预期风险；突发事件或不可控灾害风险

【山证有色】行业周报（20230807-20230811）-电解铝利润增厚，开工率回升到 90%以上

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 4636.14，周变化-0.67%，排名第 7，跑赢上证综指 0.35pct。
- 子板块表现：黄金领涨，贵金属表现优秀。其中，子板块市场表现前三名：黄金（2.50%）、稀土（1.14%）、白银（0.59%）；子板块市场表现后三位：铅锌（-2.14%）、钨（-3.11%）、锡（-4.02%）。

➤ 金属价格表现

- 基本金属：LME 铜报收 8405 美元/吨，周变动-1.19%；上期所阴极铜（活跃合约）报收 68590 元/吨，周变动-0.39%。LME 铝报收 2144 美元/吨，周变动-1.65%；上期所铝（活跃合约）报收 18505 元/吨，周变动 0.24%。
- 贵金属：COMEX 黄金报收 1913.70 美元/盎司，周变动-1.04%；国内黄金期货价格（活跃合约）报收 455.02 元/克，周变动-0.25%。COMEX 白银报收 22.65 美元/盎司，周变动-5.63%；国内白银期货价格（活跃合约）报收 5582.00 元/千克，周变动-3.33%。
- 能源金属：氢氧化锂价格 22.75 万元/吨，周变动-7.52%；工业级碳酸锂价格 26.00 万元/吨，周变动 1.96%；电池级碳酸锂价格 27.75 万元/吨，周变动 2.78%。钴酸锂价格 28.75 万元/吨，周变动-1.20%；电解钴价格 27.05 万元/吨，周变动-3.74%；硫酸钴价格 38.75 元/千克，周变动-4.32%；三氧化二钴价格 166.00 元/千克，周变动-4.60%。LME 镍收盘价 20400 美元/吨，周变动-5.99%；SHFE 镍收盘价 166520 元/吨，周变动-1.78%；电池级硫酸镍价格 31750 元/吨，周变动-1.55%。
- 小金属：镁锭价格 23200 元/吨，周变动 4.27%；钼价格 335 元/克，周变动 3.40%；钛铁价格 34100 元/吨，周变动-0.58%；金属硅价格 17500 元/吨，周变动-0.85%；镨钕氧化物价格 477000 元/吨，周变动 1.27%。

➤ 投资建议

- 基本金属：铜冶炼厂集中检修接近尾声，生产逐步稳定。本周，国内电解铜产量 20.4 万吨，周环比+0.29%；2023 年 7 月我国电解铜产量为 87.22 万吨，同比+7.37%，环比+1%；预计 8 月份电解铜产量将持续增加，铜价持续承压；建议关注博威合金、紫金矿业、西部矿业等。中央政治局会议召开后，中国人民银行和地方紧随发布与落实支持房地产的政策，终端需求预期向好，电解铝单吨毛利上涨，铝企业纷纷复产。本周，国内电解铝产量 81.63 万吨，周环比+0.62%；电解铝开工率持续回升至 90.08%，为今年以来开工率新高。利润增厚为电解铝企业带来机会，建议关注天山铝业、神火股份、云铝股份等。
- 能源金属：本周，碳酸锂价格继续弱势下跌。四川受大运会影响的锂盐产能待恢复，江西锂云母供应逐步恢复中；本周，国内碳酸锂产量 9525 吨，周环比-3.79%；碳酸锂工厂库存 3.21 万吨，周环比+2.36%。

终端需求没有得到改善，本周，磷酸铁锂开工率 72.38%，三元材料开工率 57.8%。下游需求不足，叠加买涨不买跌情绪与市场看空悲观情绪，锂盐价格仍旧处于弱势；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。

【行业评论】汽车：汽车行业 7 月销量点评：产销符合预期，持续看好下半年行业景气度提升

林帆 linfan@sxzq.com

【投资要点】

- 去年同期高基数下汽车产销增速有所放缓，出口延续高增长。中汽协 8 月 10 日发布数据，2023 年 7 月全国汽车产销分别完成 240.1 万辆和 238.7 万辆，环比分别-6.2%和-9.0%，同比分别-2.2%和-1.4%，由于去年同期高基数，叠加 7 月是传统车市淡季，产销同比增速表现平淡，符合市场预期。其中，7 月汽车出口 39.2 万辆，环比+2.6%，同比+35.1%，已连续 12 个月维持在 30 万辆以上，延续高增长态势。今年 1-7 月，汽车累计产销分别完成 1565.0 万辆和 1562.6 万辆，同比分别+7.4%和+7.9%，累计产销增速继续回落主要因去年 6 月 1 日开始实施车辆购置税减半等政策导致同期高基数影响；汽车累计出口 253.3 万辆，同比+67.9%，全年超 400 万辆概率较大，成为全球第一大汽车出口国基本没有悬念。
- 目前行业价格体系已基本稳定，消费者信心持续恢复，汽车行业总体进入了良性发展道路。7 月 20 日，国家发改委等 13 部门印发了《关于促进汽车消费的若干措施》，提出了 10 条稳定和扩大汽车消费的具体举措，汽车消费潜力有望得到进一步释放，在促进汽车消费政策较为友好的情况下，下半年行业继续向好的概率较大。展望 8 月，由于去年同期基数依然较高，及传统车市淡季等因素，汽车产销量同环比或继续出现下降，但是随着“金九银十”车市旺季的到来，全年稳增长的目标将大概率能够实现。
- 新能源汽车：产销量继续保持高增速，新能源乘用车市场渗透率达到 35.1%。7 月新能源汽车产销分别完成 80.5 万辆和 78.0 万辆，同比分别+30.6%和+31.6%。其中，纯电动汽车产销分别完成 55.5 万辆和 54.1 万辆，同比分别+17.5%和+18.2%；插电式混合动力汽车产销分别完成 25.0 万辆和 23.9 万辆，同比分别+73.3%和+77.0%；燃料电池汽车产销分别完成 0.02 万辆和 0.03 万辆，同比分别-17.2%和+13.1%。7 月新能源汽车市场渗透率提升至 32.7%，新能源乘用车市场渗透率为 35.1%，较去年同期的 25.9%提升 9.2pct。
- 今年 1-7 月，新能源汽车产销分别完成 459.1 万辆和 452.6 万辆，同比分别+40.0%和+41.7%，市场占有率提升至 29.0%。新能源汽车销售继续保持较高速增长，中汽协预测 2023 年新能源汽车销量为 900 万辆，同比约+30.7%，按照目前的情况来看完成的概率较大。
- 乘用车：7 月产销同环比出现下降，自主品牌市场份额稳步提升。7 月乘用车产销分别完成 211.5 万辆

和 210.0 万辆，环比分别-4.7%和-7.4%，同比分别-4.3%和-3.4%，由于 7 月是汽车市场的传统淡季，需求相对较弱，叠加去年同期基数较高，产销同环比出现双降。今年 1-7 月，乘用车产销分别完成 1339.7 万辆和 1336.8 万辆，同比分别+6.0%和+6.7%，略低于汽车行业整体，主要因 3-5 月价格战导致消费者观望情绪加重所致。我们认为行业目前已进入较为稳定的发展态势，伴随新一轮汽车促消费政策的实施落地和消费者的信心持续恢复，利好全年后半程乘用车需求的持续释放。7 月，中国品牌乘用车销售 120.1 万辆，同比+11.4%，占乘用车销售总量的 57.2%，同比+7.6pct。今年 1-7 月，中国品牌乘用车销售 718.7 万辆，同比+20.4%，占乘用车销售总量的 53.8%，较去年同期+6.1pct。中国自主品牌乘用车产销量增速远好于乘用车整体，持续受益于新能源车的高速增长和出口市场的蓬勃发展。

- **商用车：**产销同比实现两位数增长，但重卡市场继续承压。7 月，商用车产销分别完成 28.6 万辆和 28.7 万辆，环比分别-16.4%和-19.0%，同比分别+17.0%和+16.8%，同比增速较高主要因去年同期基数较低，客车和货车产销同比均呈两位数增长。今年 1-7 月，商用车产销分别完成 225.3 万辆和 225.8 万辆，同比分别+16.9%和+15.9%，主要因去年疫情影响导致基数较低。
- **据第一商用车网统计，7 月重卡销售约 6.3 万辆，环比-27%，同比+39%。**同比仍保持大幅增长，主要因去年同期基数较低及海外出口强劲（7 月重卡出口同比增长超过 55%）；重卡销量已连续四个月环比下降，市场依然承压。
- **今年 1-7 月，重卡市场累计销售约 55.2 万辆，同比+30%。**主要车企中国重汽 7 月重卡销量约为 1.8 万辆，同比+71%，继续保持销量第一的宝座。今年 1-7 月中国重汽累计销售约 14.8 万辆，市场占有率上升至 26.8%，较去年同期+3.5pct，公司的重卡出口继续占据了行业出口总量的半壁江山，将持续受益于出口市场的快速发展。
- **投资建议：**在去年高基数的情况下，7 月汽车产销增速有所回落，符合市场预期。我们认为汽车行业已步入平稳发展态势，伴随消费者信心持续恢复，2023 年下半年景气度将继续向好。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企业瑞玛精密、卡倍亿、鑫宏业、德赛西威、多利科技，及受益于出口市场快速发展的重卡行业龙头企业中国重汽。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的影响；汽车产销量增长不及预期。

【山证新股】巴比食品（605338.SH）2023H1 点评-门店拓展速度较快，团餐业务短期承压

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营业收入 7.37 亿元，同比增长 7.57%；实现归母净利润 8196.02 万元，同比减少 30.48%；实现扣非归母净利润 6683.61 万元，同比减少 28.19%；基本每股收益为 0.33

元，同比减少 31.25%。

➤ 事件点评

➤ 2023 上半年公司积极推进门店数量扩张和单店收入提升，特许加盟收入稳步增长。①在门店数量扩张上：公司成功开辟湖南市场，2023 年上半年公司累计新开门店 668 家，1000 家门店的年度目标已达成超 66%。加盟门店总数量突破 4800 家，并且华东以外区域巴比品牌加盟门店数量占比由 2022 年末的 24%快速上升至 28%。②在单店收入提升上：公司通过持续丰富产品矩阵（如推出手工牛肉大包等高品质、高规格、高客单价产品）、提高外卖业务渗透率以拓张中晚餐消费场景、加强门店精细化管理等方式全力推进单店收入修复与单店模型改善。2023 年上半年，公司实现特许加盟销售收入 5.63 亿元，同比增长 18.71%；其中第二季度实现特许加盟销售收入 3.25 亿元，环比增长 36.19%。

➤ 受高基数影响公司团餐业务整体承压，但华东以外区域仍保持快速增长。2023 上半年，公司团餐业务实现营业收入 1.51 亿元，同比减少 17.10%，主要是受去年同期高基数影响（2022 年同期实现了 108.06% 的高增长）。但是华东以外区域的团餐业务发展迅速：华南区域、华北区域团餐业务销售收入同比增长分别约 60%及 97%，华中区域也完成了从无到有、持续增长的发展突破，三大区域团餐业务营业收入占公司整体团餐业务比例快速增长至近 15%，较 2022 年同期提升约 10 个百分点。

➤ 公司产能建设项目稳步推进，持续赋能“门店+团餐”双轮驱动策略。2023 年上半年公司继续推进产能建设，东莞工厂预计 2023 年第四季度投放产能，武汉智能制造中心项目（一期）预计 2024 年末投放产能，上海智能制造及功能性面食国际研发中心项目预计 2025 年下半年投放产能。随着公司各地产能陆续释放、冷链配送半径不断扩大，产品配送范围得以有效延伸，有利于缓解产能瓶颈，支撑公司业务的全局拓展，进一步巩固公司的行业地位。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 17.89、21.42、25.15 亿元，同比增长 17.3%、19.7%、17.4%；分别实现净利润 2.20、2.73、3.20 亿元，同比变动-0.9%、23.7%、17.5%；对应 EPS 分别为 0.88、1.09、1.28 元，以 8 月 11 日收盘价 24.42 元计算，对应 PE 分别为 27.7X、22.4X、19.1X，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 猪肉、面粉等原材料价格波动风险；速冻食品行业市场竞争加剧的风险；加盟商管理不当影响公司经营效益和品牌形象的风险；销售区域较为集中的风险；募投项目收益不及预期的风险；需求恢复不及预期的风险。

【山证通信】中国移动（600941.SH）：CHBN 市场多点开花，数字化转型已成为增长引擎-CHBN 市场多点开花，数字化转型已成为增长引擎

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **中国移动于 2023 年 8 月 10 日发布 2023 年半年度报告。**2023H1, 公司实现营收 5,307 亿元, 同比+6.8%; 其中, 主营业务收入 4,522 亿元, 同比+6.1%。其他业务收入 785 亿元, 同比+11.3%。; 实现归母净利润 762 亿元, 同比+8.4%。
- **事件点评:**
- **公司个人市场基础扎实, 稳中有升。**2023H1, 公司个人市场收入达 2,594 亿元, 同比+1.3%; 移动客户 9.85 亿户, 净增 1,038 万户, 其中 5G 套餐客户达 7.22 亿户, 净增 1.08 亿户。移动云盘月活跃客户达到 1.76 亿户, 净增 976 万户, 客户规模排名行业第二; 新兴个人数字化业务快速增长, 移动 ARPU 达 52.4 元。
- **公司家庭市场持续挖掘客户价值, 保持良好增长。**2023H1, 公司家庭市场收入 649 亿元, 同比+9.3%; 家庭宽带客户达 2.55 亿户, 净增 1,115 万户。千兆家庭宽带客户规模达 6,036 万户, 渗透率提升至 23.7%。智能组网客户同比+50.1%, 家庭安防客户同比+40.6%, 智慧社区、数字乡村等新场景 HDICT 解决方案服务客户数达 2,088 万户, 家庭客户综合 ARPU 达到 43.3 元。
- **政企市场能力不断强化, 维持快速发展。**2023H1, 公司政企市场收入达到 1,044 亿元, 同比+14.6%。政企客户数达 2,430 万家, 净增 110 万家。累计签约 5G 行业商用案例超 2.5 万个, 带动 DICT 项目签约 209 亿元, 同比+28%; 5G 专网收入达 25.1 亿元, 同比+69.7%; To V 市场与全国销量 Top10 新能源品牌中的 9 家达成合作; To G 市场金额超过 300 万大单的项目数量超 1,000 个, 品牌优势不断凸显。
- **新兴市场保持高增。**2023H1, 公司新兴市场收入 235 亿元, 同比+18.4%。国际业务收入达 101 亿元, 同比+25.9%。数字内容收入达 130 亿元, 同比+12.5%, 云游戏全场景月活跃客户达 1.2 亿户, 用户规模行业第一。
- **数字化转型已成为业绩增长的主要驱动力。**2023H1, 公司数字化转型收入 1,326 亿元, 同比+19.6%, 以 29.3%的收入占比贡献 84.1%的收入增量。其中, 行业数字化方面, DICT 收入 602 亿元, 同比+24.9%; 个人和家庭数字化收入 102 亿元, 同比+23.0%; 智慧家庭增值业务收入 173 亿元, 同比+21.4%。移动云收入达到人民币 422 亿元, 同比+80.5%, 其中, IaaS 收入份额排名 top3, 自有 IaaS+PaaS 收入增速超 100%。
- **资本开支节奏放缓, 重点布局算力网络建设。**公司 2023 年全年计划资本开支 1,832 亿元, 同比-1.1%; 2023H1 实现资本开支 814 亿元, 同比-11.5%。
- **公司继续加强算网基础, 优化“4+N+31+X”9 算力布局, 对外可用 IDC 机架数达 47.8 万架, 净增 1.1 万架; 累计投产算力服务器超 80.4 万台, 净增 9.1 万台; 算力规模达到 9.4 EFLOPS, 提升 1.4 EFLOPS; 自主研发算网大脑、算力并网平台, 算网大脑首批通过信通院算网大脑算网自智能能力认证, 落地多个**

算力并网项目，纳管 10 余家厂商算力。

- **公司积极回馈股东、共享发展成果。**公司决定 2023 年中期派息每股 2.43 港元，同比+10.5%，2023 年全年派息率计划提升至 70%以上，继续为股东创造更大价值。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 1367/1497/1634 亿元，同比增长 9.0%/9.5%/9.2%，对应 EPS 为 6.40/7.00/7.64 元，对应 8 月 11 日收盘价 PE 为 15/14/13 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。
- **风险提示：**
- **通信行业用户增速下降的风险。**随着国内移动、宽带用户普及率的提升，移动、宽带用户增长速度有所波动。根据工信部统计公报，2018-2022 年，全国移动电话用户分别净增 1.49 亿户、净增 3525 万户、净减 728 万户、净增 4875 万户、净增 4062 万户，净增规模波动较大，2020 年出现负增长；全国宽带用户分别净增 5884 万户、净增 4,190 万户、净增 3,427 万户、净增 5224 万户、净增 5386 万户，净增规模有所波动。若公司未能及时、有效优化经营策略、提升服务质量以增强对客户的吸引力，可能会对公司的业务财务状况或经营业绩产生不利影响。
- **业务转型拓展未达预期的风险。**当前行业面临新一轮信息技术革命和产业变革机遇，公司业务从 ToC 向 CHBN 发展，若公司无法持续有效地提升网络实力、技术研发、产品服务、人才队伍和品牌渠道等多方面能力，或市场情况发生不确定变化，可能导致公司的业务转型拓展不及预期，对公司业绩造成不利影响。

【公司评论】李宁(02331.HK)：李宁公司快报-23H1 跑鞋产品表现亮眼，维持全年收入增长中双位数指引

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司披露 2023 年中期业绩，2023H1，公司实现收入 140.19 亿元，同比增长 13.0%，实现归母净利润 21.21 亿元，同比下降 3.1%。
- **事件点评**
- **23H1 公司营收同比增长 13%，23Q2 零售流水同比增长中双位数。**营收端，2023H1，公司实现收入 140.19 亿元，同比增长 13.0%，收入增长主要为线下渠道拉动。从流水角度看，2023H1 公司整体流水同比增长 10%，流水稳健增长主要为线下渠道贡献，电商直营流水同比增长低单位数，线下渠道零售流水同比增长低双位数，其中线下渠道整体成交率保持良好水平，整体连带率持续提升，平均件单价进一步提升，零售折扣略有加深。分季度看，23Q1 李宁销售点（不含李宁 YOUNG）全平台零售流水增长中单位数，其中直营增长中双位数，批发增长中单位数，电商降低低双位数；23Q2 全平台流水增长中双

位数，其中直营增长 20%-30% 高段，批发增长中双位数，电商增长低双位数。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润 21.21 亿元，同比下降 3.1%，归母净利润同比下滑主因销售毛利率同比下降，以及期间费用率略有提升、其它收入同比下滑。

- **跑鞋产品零售流水增长强劲，持续扩大专业产品矩阵。**分产品看，2023H1，鞋、服装、配件和器材收入分别为 75.15、56.40、8.64 亿元，同比增长 11.2%、14.9%、16.3%，收入占比为 53.6%、40.2%、6.2%。2023 年上半年，公司零售流水同比增长 10%，其中运动生活、篮球、跑步、健身品类零售流水同比增长-2%、6%、33%、12%，零售流水占比分别为 34%、28%、24%、13%。跑步品类流水表现强劲，组成以“超轻”、“赤兔”、“飞电”为核心的专业跑鞋矩阵，驱动跑步生意增长，2023 年上半年，飞电 3 challenger 累计销售超过 70 万双，赤兔 6 & 赤兔 6 PRO 累计销量超过 220 万双，超轻 20 累计销量超过 140 万双，三大核心 IP 产品累计销量突破 430 万双。
- **2023H1 线下渠道零售流水增长低双位数，线上渠道短期承压。**分渠道看，2023 年上半年，李宁牌（不含国际市场和李宁 YOUNG）电商、直营、批发渠道收入占比分别为 27%、25%、48%。直营渠道方面，2023H1 直营渠道（不含李宁 YOUNG）实现收入 33.09 亿元，同比增长 22.3%，期末直营门店较上年同期净开 158 家至 1423 家，直营同店增长中单位数。批发渠道方面，2023H1 批发渠道（不含国际市场及李宁 YOUNG）实现收入 63.38 亿元，同比增长 13.9%，期末批发门店合计 4744 家，较上年同期净开 72 家，估算单店提货额同比增长双位数。2023 年上半年，公司持续拓展高质量可盈利店铺，店铺平均面积 240 平方米，300 平方米以上的大店数量超过 1630 家，占李宁牌门店数量比重超过 25%。电商渠道方面，2023H1 电商渠道收入同比增长 1.7%，主要受到疫情后消费者渠道选择的暂时变化，线上同店同比下降低双位数，平均折扣加深中单位数。
- **23H1 毛利率水平仍待恢复，库存周转保持健康水平。**盈利能力方面，2023H1，公司毛利率下滑 1.2pct 至 48.8%，主要原因为：1）电商渠道促销竞争加剧，折扣加深中单位数；2）研发费用增加；3）毛利率更高的 DTC 渠道收入占比下降。2023H1，公司销售费用率为 28.2%，同比提升 0.9pct，其中广告及市场推广费用率同比下滑 0.5pct 至 7.4%，公司管理费用率为 4.2%，同比微幅提升 0.04pct，其中研发费用率同比提升 0.2pct 至 2.1%。叠加其它收入占营收比重下降 1.5pct，综合影响下，2023H1 公司经营利润率同比下降 3.6pct 至 17.7%，归母净利润率同比下滑 2.5pct 至 15.1%。存货方面，渠道库销比为 3.8 个月，保持在健康水平。截至 2023H1 末，公司存货 21.20 亿元，同比增长 7.3%，平均存货周转天数 57 天，同比增加 2 天。现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额为 19.42 亿元，同比增长 22.7%。
- **投资建议**
- **2023 年 2 季度，公司零售折扣同比、环比均有所改善，全平台同店销售增长低单位数，零售流水同比增长中双位数，库销比保持较为健康水平，受益于线下渠道客流恢复及门店效率提升，2 季度整体经营稳健。**公司继续坚持“单品牌、多品类、多渠道”经营战略，打造跑鞋及篮球鞋专业产品矩阵，跑鞋核心 IP 产品销售良好，印证公司产品力及品牌力进一步提升。根据公司公开业绩交流会，公司维持 2023 年收入增长中双位数、净利润率中双位数的指引。考虑国内消费市场整体处于弱复苏态势，我们调整

公司盈利预测，预计 2023-2025 年每股收益分别为 1.71、2.08 和 2.40 元，对应公司 2023-2025 年 PE 约 23、19 倍，维持“买入-A”建议。

➤ 风险提示

- 行业竞争加剧；广告宣传推广费用加大；电商渠道增长放缓；原材料价格大幅上涨。

【山证通信】中国联通（600050.SH）：保持高质量经营势头，产业互联网成为业绩发展新支撑-保持高质量经营势头，产业互联网成为业绩发展新支撑

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 中国联通于 2023 年 8 月 9 日发布 2023 年半年度报告。2023H1，公司实现营收 1,918 亿元，同比+8.8%；其中，实现服务收入 1,710 亿元，同比+6.3%；实现归母净利润 54.4 亿元，同比+13.7%。
- 事件点评：
- 公司基础业务稳盘托底，规模及价值持续提升。2023H1，公司移动出账用户超 3.28 亿户，净增用户达 534 万户，规模创四年同期新高；5G 套餐用户结构继续优化，渗透率超 70%；个人数智生活付费用户超 8700 万，收入同比+90%，带动移动 ARPU 持续提升。固网宽带出账用户达 1.08 亿户，融合渗透率达 75%；FTTR 的推广应用加速推进，用户同比提升 1125%；智家业务快速拓展，付费用户超 9500 万，收入同比+49%。
- 产业互联网业务成为推动公司收入增长和结构优化的重要引擎。2023H1，公司产业互联网收入达 430 亿元，占主营业务收入比首次超 25%。其中，物联网收入达 54 亿元，同比+24%，4G&5G 中高速联接规模超 4 亿；联通云自研能力持续提升，收入达 255 亿元，同比+36%，全年目标收入超 500 亿元；大数据方面，积极打数字政务“联通服务”品牌，实现收入 29 亿元，同比+54%，市占率连续多年超 50%；大安全收入增长 178%，安全云市场上架产品超 80 款。
- 资本支出略有下降，网络基础不断增强。公司 2023 年全年计划资本开支 769 亿元，同比+3.6%；2023H1 实现资本开支 276 亿元，同比-0.24%。从资本开支结构来看，移动网络、家庭互联网及固话、政企及创新业务和承载网、基础设施及其他投资分别为 77、43、62、94 亿元，占比分别为 28%、16%、23%、34%。网络布局方面，公司 5G 中频基站超 115 万站，实现全国 335 个本地政企精品网全覆盖；算力精品网方面，联通云池覆盖城市达 202 个（+32 个），IDC 机架数达 38 万架（+1.7 万架），骨干网平均时延达行业领先水平。
- 股东回报持续提升，有望长期取得良好发展。公司继续派发中期股息每股 0.203 元，同比+23%，显著高于每股基本盈利 13%的增长，未来公司将继续努力提升盈利能力和股东回报。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 85.0/98.3/111.5 亿元，同比增

长 16.5%/15.6%/13.4%，对应 EPS 为 0.27/0.31/0.35 元，PE 为 20/17/15 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

- **风险提示：**通信行业用户增速下降的风险。随着国内移动、宽带用户普及率的提升，移动、宽带用户增长速度有所波动。根据工信部统计公报，2018-2022 年，全国移动电话用户分别净增 1.49 亿户、净增 3525 万户、净减 728 万户、净增 4875 万户、净增 4062 万户，净增规模波动较大，2020 年出现负增长；全国宽带用户分别净增 5884 万户、净增 4,190 万户、净增 3,427 万户、净增 5224 万户、净增 5386 万户，净增规模有所波动。若公司未能及时、有效优化经营策略、提升服务质量以增强对客户的吸引力，可能会对公司的业务财务状况或经营业绩产生不利影响。
- **网络安全风险。**随着数字经济和通信技术的快速发展，互联网已经融入到各行各业中，需要公司严格遵守国家法律规定，高度重视网络安全，打造安全的网络联防联控技术体系，若公司未来出现网络安全事件，可能会对公司产生不利影响。

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

