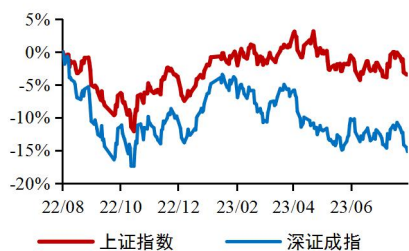


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年8月16日 星期三

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	3,176.18	-0.07
深证成指	10,679.73	-0.70
沪深 300	3,846.54	-0.24
中小板指	6,898.95	-0.80
创业板指	2,148.67	-0.74
科创 50	917.45	-1.40

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】2023年7月经济数据点评：价格拖累经济读数，无须过度悲观

【行业评论】纺织服装：社零数据点评-7月社零同比增长2.5%，国内市场延续弱复苏态势

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-7月原煤产量和进口量环比均负增

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：英伟达发布新产品，L40S对光模块影响较小-英伟达发布新产品，L40S对光模块影响较小

【山证新股】澳华内镜（688212.SH）2023H1点评-AQ-300放量驱动业绩快速增长，市占率提升未来可期

【山证有色】新疆众和2023年半年报点评-传统消费疲软致营收下滑，看好6N高纯铝与电极箔长期盈利修复

【山证新材料】凯赛生物（688065.SH）：全球长链二元酸龙头，招商局入股共拓生物基尼龙新市场-全球长链二元酸龙头，招商局入股共拓生物基尼龙新市场

【山证新材料】海正生材（688203）2023半年度报告点评-营收净利边际改善明显，“以价换量”拓展市场份额

【山证煤炭】永泰能源（600157.SH）公告点评：-煤减电增助力半年度业绩增长，储能转型项目如期开工

【今日要点】

【山证宏观】2023年7月经济数据点评：价格拖累经济读数，无须过度悲观

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

➤ 【投资要点】

➤ 投资要点：

- 市场启示：理性看待需求数据的回落，降息和稳增长开启，经济负反馈有望进一步遏制。第一，7月终端需求回落一部分受价格回落的影响，和月初的PMI数据显示的需求弱改善信息有些许不一致，另外工业增加值表现边际上好于投资和消费也是一个佐证。第二，PPI大概率已于6月触底，未来的反弹有望推动生产和投资改善。第三，8月15日央行调降政策利率，实体经济融资成本有望进一步下降，制造业企业和基建类企业融资将得到支撑，同时房地产市场政策调整优化，意在控制住户融资和房企融资下滑带来的负循环。就内需方面，我们认为无须过于悲观，经济仍在复苏通道，但外需回落、就业压力、经济内生动能不足等导致复苏过程仍曲折。十年国债收益率向下突破2.6%后可能迎来反弹，短期大概率依然波动于2.6%-2.7%。
- 7月CPI转负对社零读数有较大影响。7月社零同比增长2.5%（前值3.1%），两年平均增速较6月明显下降。从2010年以来的情况看，7月社零同比增速下滑具有季节性，但在当前的低增速水平上依然明显下滑更多来自于消费的内生驱动不足和地产链相关消费的低迷，另一方面，7月CPI转负对社零读数也有较大影响。
- 三大投资全线回落。7月固定资产投资累计增长3.4%（前值3.8%），地产、基建、制造业投资增速全线回落，民间投资累计增速由上月的-0.2%扩大至-0.5%。8月政策利率调降的情况下，LPR亦大概率调降。当前相关部门正积极谋划实施促进经济回升向好的储备政策，推进超大特大城市城中村改造和“平急两用”公路基础设施建设等政策措施也在陆续出台。随着这些政策效果逐步显现，有助于进一步遏制经济负反馈。
- 受房地产市场调整影响，地产投资降幅继续扩大。具体看，除竣工增速仍在加快外，商品房销售、房地产开发资金来源、新开工面积、施工面积等增速仍在负向扩大。
- 基建投资增速加快放缓。7月基建投资累计增速6.8%（前值7.2%），测算当月同比增长4.6%（前值6.4%）。随着8月、9月专项债加快发行带来基建实物工作量的提升，预计未来一个阶段基建投资有望回到韧性状态。
- 制造业投资增速继续放缓，民间投资降幅扩大。7月制造业投资累计增速5.7%（前值6.0%），测算当月同比增速为4.4%（前值6.0%）。7月民间投资累计同比-0.5%（前值-0.2%），连续三个月负增长。

- 工业生产稳中回落。7月，规模以上工业增加值同比增长3.7%（前值4.4%），两年平均增长3.8%（前值4.1%）。下游需求波动导致主动补库存行业数量难以快速扩大，当前工业整体仍处于被动去库存向主动补库存过渡阶段。随着工业企业库存去化，7月份规上工业产销率升高到97.8%，为近期各月最高，前值95.7%。
- 风险提示：稳增长政策力度超预期；地方政府债务风险。

【行业评论】纺织服装：社零数据点评-7月社零同比增长2.5%，国内消费市场延续弱复苏态势

王冯 wangfeng@sxzq.com

- 【投资要点】
- 事件描述：
- 8月15日，国家统计局公布2023年7月社零数据。
- 事件点评：
- 7月社零21-23年两年复合增速环比再度下滑，弱于市场一致预期。23年7月，国内实现社零总额3.68万亿元，同比增长2.5%，表现弱于市场一致预期（根据Wind，23年7月社零当月同比增速预测平均值为+5.3%）。剔除基数影响，与21年同期相比，23年1-2月、3月、4月、5月、6月、7月单月社零的两年复合增速分别为5.1%、3.3%、2.6%、2.6%、3.1%、2.6%。按消费类型分，23年7月餐饮收入、商品零售同比增速分别为15.8%、1.0%，21-23年两年复合增速为6.8%、2.1%，环比提升1.2pct、下滑0.7pct。23年1-7月，国内实现社零总额26.43万亿元，同比增长7.3%。剔除基数影响，与21年同期相比，两年复合增速为3.5%，环比下滑0.15pct。按消费类型分，23年1-7月餐饮收入同比增长20.5%，商品零售同比增长5.9%，剔除基数的影响，与21年同期相比，23年1-7月餐饮收入、商品零售的两年复合增速分别为6.0%、3.2%，环比提升0.1pct、下滑0.2pct。
- 7月实物商品网上零售额增速环比提升，线下渠道单月同比降幅走扩。线上渠道，2023年7月，实物商品网上零售额为9233亿元/+6.6%，21-23年两年复合增速为8.3%，环比提升0.9pct，实物商品网上零售额占商品零售比重为28.4%。23年1-7月，实物商品网上零售额为6.99万亿元，同比增长10.0%，21-23年同期两年复合增速为9.6%，环比放缓0.2pct。23年1-7月，实物商品网上零售额中吃类、穿类和用类商品同比分别增长8.7%、12.0%、9.5%。线下渠道，2023年7月，实物商品线下零售额（商品零售额-实物商品网上零售额，下同）约为2.33万亿元/-1.1%，21-23年两年复合增速为-0.1%，环比放缓0.6pct。2023年1-7月，实物商品线下零售额约为16.59万亿元，同比增长4.1%，21-23年同期两年复合增速为0.8%，环比放缓0.2pct。按零售业态分，2023年1-7月限额以上便利店、专业店、品牌专卖店、百货店、超市零售额同比分别增长7.5%、4.5%、3.5%、8.2%、-0.5%。
- 7月典型可选消费品类表现继续走弱，体育/娱乐用品表现稳健。2023年7月，限上化妆品同比下降4.1%，金银珠宝同比下降10.0%，纺织服装同比增长2.3%，体育/娱乐用品同比增长2.6%。23年1-7月，上述

品类累计同比增长分别为 7.2%、13.6%、11.4%、9.4%。剔除基数影响，21-23 年同期（7 月）化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品两年复合增速为 1.6%、3.6%、0.9%、9.4%，环比放缓 7.4、1.8、1.8、2.1pct。2023 年 7 月，我国住宅新开工面积 5206 万平方米，同比下降 26.9%，住宅销售面积 6031 万平方米，同比下降 24.9%，住宅竣工面积 3350 万平方米，同比增长 38.4%，7 月，地产相关消费品家具类社零同比增长 0.1%，23 年 1-7 月，家具类社零同比增长 3.2%，21-23 年同期（7 月）两年复合增速为-4.3%，降幅环比收窄 0.8pct。

➤ 投资建议：

➤ 纺织制造方面，从我国及越南纺织服装出口来看，2023 年 1-7 月，我国纺织品、服装出口累计同比下降 11.9%、8.3%；越南纺织品和服装、制鞋出口金额累计同比下降 14.4%、17.3%。从运动鞋履及运动服饰头部制造企业的月度营收情况来看，2023 年 7 月，丰泰企业、裕元集团（制造业务）单月营收同比下降 8.4%、23.9%，降幅环比收窄 5.3、0.3pct；2023 年 1-7 月，丰泰企业、裕元集团（制造业务）营收同比下降 13.9%、20.0%。今年上半年，中游纺织制造企业基本面压力较大。展望后续，伴随国际运动品牌主动去库存接近尾声，海外通胀下行，23Q3 订单有望迎来拐点，推荐华利集团、申洲国际、以及具有新品类拓展逻辑的浙江自然；

➤ 品牌服饰方面，中高端女装公司陆续发布 2023 年中报业绩预告，营收端受益线下客流恢复、渠道扩张，同比实现较好增长；业绩端受益于费用管控优化，及低基数效应，同比实现大幅增长。建议关注赢家时尚、锦泓集团、歌力思。国内消费市场复苏表现分化，根据运动服饰公司披露的 23Q2 经营数据，迪桑特、可隆等高端运动品牌及特步、361 度平价运动品牌表现优于中端及中高端品牌。建议积极关注 361 度、特步国际、建议关注安踏体育、李宁；7 月，金银珠宝社零同比下降 10.0%，我们预计一方面是上年同期基数过高，21-23 两年复合增速角度看，CAGR 为 3.6%；另一方面为 7 月金价继续攀升，AU9999 金价同比增长 20%，对终端黄金首饰需求或有短期抑制。中长期角度继续看好黄金产品工艺迭代催化悦己需求持续释放，且头部珠宝企业持续通过渠道扩张提升市占率，建议积极关注周大生、老凤祥。

➤ 家居用品方面，2023 年 7 月，我国住宅竣工面积同比增长 38.4%，增速显著提升，为后续家居需求释放提供支撑。7 月中下旬以来，地产市场及家居市场利好政策频出，有望提振板块估值中枢水平持续修复。建议关注志邦家居、索菲亚、欧派家居、顾家家居、喜临门、慕思股份、金牌厨柜、与智能家居标的好太太、箭牌家居。

➤ 风险提示：消费者信心恢复不及预期；地产销售不及预期；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-7 月原煤产量和进口量环比均负增

胡博 hubol@sxzq.com

➤ 【投资要点】

- 月度供需数据:
- 供给: 1-7 月原煤同比增速明显放缓, 7 月环比下降。2023 年 1-7 月, 原煤累计产量实现 26.72 亿吨, 同比增 3.60%, 增速较 2022 年同期明显下降。7 月当月实现 3.78 亿吨, 同比增 0.10%, 环比减 3.22%
- 需求: 终端需求缓降, 火电高增。基建和制造业坚挺, 终端需求平稳。前 7 月能源链和地产链需求分化, 7 月火电需求维持较高增速。
- 进口: 1-7 月进口量同比大幅增加, 7 月环比下降。2023 年 1-7 月, 煤及褐煤累计进口量实现 2.61 亿吨, 同比增 88.60%; 7 月单月实现进口量 3926 万吨, 同比增 66.92%, 环比降 1.53%。
- 价格与利润: 煤价反弹, 焦炭利润改善。山西优混 5500 动力煤 7 月均价 859 元/吨, 同比降 37.48%, 环比降 30.08%。京唐港主焦煤 7 月均价 1964 元/吨, 同比降 31.19%, 环比增 8.18%。天津港二级冶金焦 7 月均价 1874 元/吨, 同比降 42.85%, 环比增加 4.10%。
- 点评与投资建议:
- 供给弹性下降, 需求复苏仍然存在分化。供给方面, 1-7 月原煤增速再次放缓, 继续验证新一轮保供周期下产量增幅弱于上一轮的逻辑。同时我们关注到 7 月当月原煤产量和进口量环比双双报负增, 今年以来供给弹性持续下降, 年内广义供给高点或已过。需求方面, 基建和制造业坚挺, 地产仅竣工有所改善, 终端需求缓降; 下游行业表现分化, 火电维持较高增增速, 非电需求中生铁表现尚可, 水泥有待改善。整体看经济复苏不及预期, “稳增长”政策预期仍在。
- 夏季后半段逻辑有所切换。7 月动力煤开启旺季反弹, 焦煤随后跟涨, 焦炭落地多轮提涨。动力煤方面, 随着前期降雨影响, 三峡来水有所改善, 叠加下游库存目前仍然呈现合理水平, 尽管目前日耗维持高位, 若来水一直改善, 价格或将进入新的震荡区间。双焦方面, 当前库存水平仍然较低, 离“金九银十”旺季还有一段时间, 预计下游补库仍可持续, 此外在粗钢平控未有明确落地的情况下, 近期稳增长政策连续发布, 后续政策落地或可改善双焦需求的悲观预期。逻辑上, 由于焦炭还有供给收缩利好, 排序优于焦煤。
- 逻辑切换后, 仍要关注中报影响。配置排序如下: 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, 【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: 供给超预期释放, 需求回升不及预期, 进口煤大幅增加, 煤炭价格大幅下降

【行业评论】通信: 山西证券通信行业周跟踪: 英伟达发布新产品, L40S 对光模块影响较小-英伟达发布新产品, L40S 对光模块影响较小

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

➤ 【投资要点】

- 市场整体：本周（2023.8.7-2023.8.13）市场整体下跌，上证指数跌 3.01%，创业板指数跌 3.37%，沪深 300 跌 3.39%，科创板指跌 3.79%，申万通信指数跌 6.26%。细分板块中，周涨幅前三大板块为运营商（+2.1%）、IDC（+0.6%）、控制器（-2.0%）。从个股情况看，涨幅前五为：振邦智能（+2.23%）、中国移动（+1.12%）、宝信软件（+0.22%）、中国电信（-0.51%）、数据港（-2.83%）；跌幅前五为：剑桥科技（-13.66%）、中际旭创（-12.84%）、中兴通讯（-12.42%）、移远通信（-11.29%）、新易盛（-10.72%）。
- 行业动向：光通信利好行情逐步在业绩端兑现，光模块景气度得到验证。近期北美云厂商财报陆续披露，云计算和 AI 方向资本开支占比明显提高，微软、谷歌等加快算力布局，上半年光模块订单带来的增益有望在中报和三季报中体现，情绪为主题投资随业绩落地转变为高确定性长期投资方向。一方面，光模块迭代速度加快，国内厂商整体迎来放量契机；另一方面，各公司亦有望从新兴技术方面形成各自竞争优势。
- 重要公告：【华测导航】8 月 7 日发布 2023 半年报，报告显示上半年营业收入 12.08 亿元，同比+30.09%；归母净利润 1.76 亿元，同比+30.33%。【工业富联】8 月 8 日发布 2023 半年报，报告显示上半年营业收入 2068 亿元，同比-8.21%；归母净利润 71.61 亿元，同比+4.21%。【中国移动】8 月 10 日发布 2023 半年报，报告显示上半年营业收入 5307 亿元，同比+6.8%；归母净利润 762 亿元，同比+8.4%。【科大讯飞】8 月 11 日发布 2023 半年报，报告显示上半年营业收入 78.42 亿元，同比-2.26%；归母净利润 0.74 亿元，同比-73.54%。【华为】8 月 11 日发布上半年经营业绩，上半年公司营业收入 3109 亿元，同比+3.1%，净利润率 15.0%，同比+10pct。
- 风险提示
- 下游需求不及预期，技术突破不及预期，产能瓶颈，外部制裁升级。

【山证新股】澳华内镜（688212.SH）2023H1 点评-AQ-300 放量驱动业绩快速增长，市占率提升未来可期

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

➤ 【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现营业收入 2.89 亿元，同比增长 72.74%；实现归母净利润 3807.94 万元，同比增长 651.46%；实现扣非归母净利润 3332.26 万元，同比增长 2033.76%；实现基本每股收益 0.29 元，同比增长 625.00%。
- 事件点评
- AQ-300 临床端表现优异，带动公司营收及净利润高速增长。AQ-300 上市后公司对其进行持续打磨和升级，现已达到医生比较满意的程度：临床医生认为 AQ-300 使用感受良好，各项指标及操作表现已经

可以满足于临床需求，其中包括产品的图像清晰度、色彩还原度、可操控性、耐久度、手感等。叠加市场营销体系及品牌影响力持续建设，公司能够持续稳定的为客户提供满意的内镜解决方案，进而实现业绩高速增长。

- 公司持续提升 AQ-300 产品力，依托差异化优势与进口品牌同台竞争。AQ-300 系统在图像、染色、操控性、智能化等方面进行了创新与升级，为内镜诊疗和疾病管理打造出一个兼具画质与效率的全新平台。为了更好地衔接下一代产品，公司将在提升基础产品力方面持续发力，提升产品的耐用性、可靠性以及临床的信任度；公司还将继续研发新产品，力求推出差异化且相对核心的创新功能。
- 公司将加快高端产品海外拿证进度，继续提高在海外市场的销售额。依托多产品、多渠道、多品类的策略及本土化的团队，公司在欧美市场销售额持续增长，2022 年公司的海外收入占公司主营业务收入的 22.73%，同比增长 3.98%。后续公司将加速高端产品的获批与准入来继续提高在海外市场的销售额。
- 投资建议
- 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 6.82、10.14、14.27 亿元，同比增长 53.1%、48.9%、40.6%；分别实现净利润 0.82、1.30、2.02 亿元，同比增长 279.2%、58.1%、55.0%；对应 EPS 分别为 0.61、0.97、1.51 元，以 8 月 15 日收盘价 53.74 元计算，对应 PE 分别为 87.4X、55.3X、35.7X，维持“增持-B”评级。
- 风险提示
- 市场占有率、产品丰富度等与国际知名企业存在较大差距的风险；产能相对不足风险；行业政策变化及产品认证风险；技术创新和研发失败的风险；奥林巴斯在中国开展本土化研发及生产的风险；医疗反腐升级带来的冲击。

【山证有色】新疆众和 2023 年半年报点评-传统消费疲软致营收下滑，看好 6N 高纯铝与电极箔长期盈利修复

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

- 【投资要点】
- 事件描述
- 公司发布 2023 年半年度报告，2023 年上半年公司实现营收 32.42 亿元，同比-23.39%；实现归母净利润 8.22 亿元，同比+4.34%；实现扣非归母净利润 7.27 亿元，同比-2.75%；基本每股收益 0.6160 元。其中，Q2 单季度实现营收 17.93 亿元，同比-15.27%，环比+23.72%；实现归母净利润 3.96 亿元，同比-3.04%，环比-7.04%；基本每股收益 0.29 元。
- 事件点评
- 传统消费需求疲软致公司上半年营收略有下滑。1) 电极箔与电子铝箔：2023 年上半年，公司电极箔产

品销售收入为 8.01 亿元，同比下降 15.78%；电子铝箔产品销售收入为 2.27 亿元，同比下降 52.20%，主要系下游消费电子需求下滑所致。公司电子铝箔产品主要用于电极箔的生产，电极箔产品用于铝电解电容器的生产，下游市场为消费电子与新能源等领域，上半年我国消费电子领域微型计算机、智能手机、集成电路、家电(除空调外)产量均有不同程度下滑，虽然新能源与工业控制领域需求有所增长，但其在铝电解电容器应用占比中仍低于消费电子，其需求增长不能完全弥补消费电子需求下滑。2) 高纯铝：2023 年上半年，公司高纯铝产品销售收入为 4.84 亿元，同比增长 8.06%。公司是国内唯一一家既掌握高纯铝三层电解法生产工艺又掌握偏析法生产工艺的企业，同时也是国内唯一一家可以规模生产超高纯铝基溅射靶材坯料的企业，铝纯度可达到 99.9999%(6N)，有较强的技术壁垒。目前公司拥有高纯铝液产能 5.5 万吨，是全球最大的高纯铝研发和生产基地之一，能够有效实现规模效应，降低生产经营成本。3) 合金产品与铝制品：2023 年上半年，公司合金产品销售收入为 7.96 亿元，同比下降 29.54%；铝制品产品销售收入为 5.28 亿元，同比增长 14.00%。合金产品销售收入下降的主要原因是调整产品结构，减少低附加值合金产品生产销售，以及受铝价下跌影响，产品售价有所降低。

- 下半年业绩关注消费电子需求复苏。公司利润主要由电极箔(占比约 29%)、电子铝箔(占比约 23%)与高纯铝(占比约 17%)贡献，虽然公司积极开发光伏与新能源领域订单，但电极箔与电子铝箔终端需求仍以消费电子为主，消费电子处于底部阶段，下半年公司业绩需关注消费电子需求复苏。预计公司 2023 年全年实现营收 86.74 亿元，毛利润 16.67 亿元。
- 拥有铝电子新材料行业完整产业链，国内领先的高纯铝龙头企业。利用新疆地区丰富的煤炭资源，公司形成了“能源(持有天池能源 14.22%股权)--一次高纯铝(18 万吨)--高纯铝(5.5 万吨)/合金产品(12 万吨左右)--电子铝箔(3 万吨)--电极箔(2500 万平方米)”电子新材料循环经济产业链；上下游紧密衔接，能够确保产品品质的一致性；对产品边角料有效利用，降低产品成本；同时，完整的产业链可增强公司抗风险能力。公司研发成功 6N 超高纯产品，填补国内空白，在建 1.5 万吨三层法高纯铝提纯及配套加工项目(生产线已建成投产，配套加工生产线建设中)、年产 500 吨高纯铝基溅射靶坯项目(设备安装调试阶段)、年产 3000 吨高强高韧铝合金大截面铸坯项目(设备安装调试阶段)投产后，预计为公司业绩带来新的增长点。
- 投资建议
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.97\1.16\1.40，对应公司 8 月 14 日收盘价 8.18 元，2023-2025 年 PE 分别为 8.5\7.1\5.8，首次覆盖给予“买入-B”评级。
- 风险提示
- 下游需求持续不足风险；铝价大幅波动风险；新建项目进度不及预期风险；全球宏观经济超预期下滑风险；新客户开拓不顺利风险；投资收益不及预期风险；高纯铝竞争市场恶化风险等。

【山证新材料】凯赛生物(688065.SH)：全球长链二元酸龙头，招商局入股共拓生物基尼龙新市场-全球长

链二元酸龙头，招商局入股共拓生物基尼龙新市场

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

深耕生物法长链二元酸及聚酰胺产业链，全球合成生物学应用龙头。公司是全球代表性的合成生物制造公司，主要生产生物法长链二元酸及生物基聚酰胺。公司深度参与合成生物学全产业链的流程研发中，已在生物设计、基因修饰、发酵工程、分离纯化及商业化应用积累了核心技术。

长链二元酸为合成生物学的成功商业化产品之一，公司产品全球市占率约 80%，已实现对化学法的替代。长链二元酸主要作为单体用于合成高性能聚酰胺，也是麝香香料、油漆、涂料、润滑油、增塑剂、新医药和农药等行业的重要原材料，预计 2023-2028 年期间全球市场 CAGR=7%。公司量产的生物法长链二元酸的已经成为全球的主流合成方式，凭借性能和成本优势实现全球范围内对化学法的替代，全球市占率约 80%。公司长链二元酸销售稳定，2017-2022 年复合增速为 9.33%，2022 年销量约 5.87 万吨。公司现有 7.5 万吨 DC11-DC18 产能，此前位于乌苏基地延期的 3 万吨产能或与 2023 年底投产。此外 4 万吨 DC10 产能已经于 2022 年 9 月底完成调试，预计全球需求约 11 万吨，有望对工艺繁琐且不环保的蓖麻油化学法形成替代，现已形成销售。

低成本+性能潜力+碳减排优势，生物基尼龙纤维与工程塑料景气度高。公司实现了对生物基尼龙原材料戊二胺的全球首次规模化量产，并且形成面向纺织用途的泰纶®（TERRYL®）和面向工程塑料的 ECOSENT® 两大生物基尼龙品牌。纺服领域，预计全球 2022-2025 年生物基尼龙纤维市场复合增速为 57.31%，2025 年达到 52.28 亿元。工程塑料领域，2021 年全球市场规模达 2.45 亿美元，预计 2021-2027 年期间复合增长率为 14.49%，公司通过复合、改性等工艺持续发掘 PA5X 生物基尼龙在“以塑代钢、以塑代塑”等领域的应用场景，在新能源、运输和建筑等领域均有广阔的潜在应用。公司现有生物基聚酰胺产能 10 万吨，生物基戊二胺 5 万吨，此前位于乌苏基地延期的 2 万吨产能或与 2023 年底投产，2024 年末太原基地 90 万吨生物基聚酰胺及 50 万吨生物基戊二胺预计达到可使用状态，产能建设持续推进。

央企招商局入股，“1-8-20”采购目标有望加速生物基尼龙推广。2023 年 6 月 26 日，凯赛生物发布《关于公司与招商局集团有限公司签署〈业务合作协议〉暨涉及关联交易的公告》以及《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》等公告。招商局集团将成为上市公司间接股东，并拟与公司开展系列生物基聚酰胺材料方面的战略合作，保障落实 2023、2024 和 2025 年采购生物基聚酰胺树脂的量分别为不低于 1 万吨、8 万吨和 20 万吨，公司生物基尼龙推广有望加速。

盈利预测、估值分析和投资建议：我们预测 2023 年至 2025 年，公司分别实现营收 21.72/41.13/78.76 亿元，同比-11.03%/89.36%/91.50%；实现归母净利润 4.66/7.45/11.74 亿元，同比-15.72%/59.79%/57.51%，对应 EPS 分别为 0.8/1.28/2.01 元，PE 为 75.42/47.20/29.97 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。

风险提示：产品需求不及预期风险；原材料价格波动风险；在建项目进度不及预期风险；汇率变动风险；公司技术外泄或失密风险；定向增发失败风险；减持风险。

【山证新材料】海正生材（688203）2023 半年度报告点评-营收净利边际改善明显，“以价换量”拓展市场份额

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

事件描述

公司发布 2023 年半年度报告，2023H1 实现营收 3.34 亿，同比增长 10.2%，实现归母净利润 0.20 亿元，同比下降 7.6%，实现扣非归母净利润 0.18 亿元，同比下降 7.4%；单看 2023 二季度，2023Q2 实现营业收入 1.91 亿元，同比增长 49.9%，环比增长 33.5%，实现归母净利润 0.16 亿元，同比增长 36.5%，环比增长 275.7%。

事件点评

营收销量实现正增长，业绩边际改善明显。2023H1 公司实现营业收入 3.34 亿元，同比增长 10.23%；树脂销量同比增长 23%，主要系国内市场销量增加所致。2023Q2 实现营业收入 1.91 亿元，同比增长 49.9%，环比增长 33.5%，实现归母净利润 0.16 亿元，同比增长 36.5%，环比增长 275.7%。2023 一季度受疫情影响，公司开工率较低，二季度在营收和净利方面环比改善均比较明显。在双碳和“限塑令”的大背景下，下游消费复苏有望拉动 PLA 需求上行。

下游需求恢复缓慢，“以价换量”利润收窄。2023 年上半年，公司归母净利润 0.20 亿元，同比下降 7.6%，主要是由于 2023 年上半年受聚乳酸行业竞争加剧，下游消费市场需求恢复缓慢，“限塑禁塑”政策推行不及预期等因素影响，同时公司为积极抢占市场，对产品价格进行一定幅度的调整，导致利润收窄，公司主营业务盈利水平较上年同期略有下降。公司纯聚乳酸树脂产量较去年同期增长 35.75%；复合改性聚乳酸树脂产量较去年同期下降 32.09%，总的树脂销量同比增长 23%。

持续投入研发，募投 15 万吨项目进展顺利。公司是国内率先突破丙交酯并且实现 PLA 量产的企业，拥有显著的先发优势。2023H1，公司在研项目 19 项，其中新增自主立研发项目 6 项，国家重点研发项目和省级尖兵项目均进入关键节点，上半年研发费用 1,254 万元，较去年同期增长 67.87%。公司目前拥有设计产能 4.5 万吨，子公司海诺尔二期 2 万吨聚乳酸生产线已完成试生产，开始投入运营，IPO 募投年产 15 万吨聚乳酸项目部分建筑单体已结项，项目仍在建设中，预计 2024 年下半年建成投产。

投资建议

预计公司 2023-2025 分别实现营收 7.85、12.17、18.14 亿元，同比增长 29.7%、55.0%、49.1%；实现归母净利润 0.63、0.90、1.39 亿元，同比增长 35.0%、41.6%、54.5%，对应 EPS 分别为 0.31、0.44、0.69 元，对应公司 2023 年 8 月 14 日收盘价 13.07 元，2023-2025 年 PE 分别为 41.7、29.5、19.1 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示

原材料上涨的风险、产能扩张不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、公司业务拓展受下游需求影响较大

的风险、政策执行力度不及预期的风险。

【山证煤炭】永泰能源（600157.SH）公告点评：-煤减电增助力半年度业绩增长，储能转型项目如期开工

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

事件描述

公司发布 2023 年半年度报告：2023 年 1-6 月，公司实现营业总收入 139.82 亿元，同比变化-15.70%；实现归母净利润 10.13 亿元，同比变化+31.45%；扣非后归母净利润 10.05 亿元，同比变化+27.29%；基本每股收益 0.0456 元/股，同比变化+31.41%。加权平均资产收益率为 2.27%，同比增加 0.47 个百分点。经营活动产生的现金流净额 29.93 亿元，同比变化+1.37%；资产负债率 52.88%，同比下降 2.27 个百分点。

事件点评

煤减电增协同铸基，投资收益叠加信用损失减少助力业绩大增。公司半年度归母净利润增长主要是煤炭毛利减少的同时，电力板块因动力煤原料成本下降实现扭亏为盈，煤电协同奠定了盈利基础。公司 1-6 月整体销售毛利率 28.02%，同比仍增加 2.04 个百分点。同时，公司权益法核算的长期股权投资收益同比增加 2.11 亿元；同时，本期计提坏账准备同比减少 3.32 亿元，也是公司业绩增长的主要因素之一。

120 万吨焦煤矿井复产，价减量增煤炭板块盈利仍强。根据公司公告，公司 1-6 月销售原煤 604.94 万吨，同比增加 16.61%；销售收入 55.91 亿元，同比变化-16.58%；毛利 32.72 亿元，同比-24.35%，但仍远高于除 2022 年外其他年份数值；上半年公司折合原煤的吨煤售价 918.74 元/吨，同比降低-29.18%；吨煤成本 381.01 元/吨，同比降低 17.15%；煤炭业务毛利率 56.09%，同比-6.56pct；主要原因是 2023 年上半年受地产等下游消费回落影响，焦煤价格同比回调；2023 年上半年京唐港主焦煤均价 2242.60 元/吨，同比变化-27.09%；对应的灵石 2 号肥煤坑口价半年度均值 1046 元/吨，同比变化-21.81%。公司 2022 年收购的古交地区银宇煤矿和福巨源煤矿（各 60 万吨/年，合计 120 万吨/年），均属于炼焦煤矿井，二季度全面复产，公司炼焦煤资产规模持续扩大。截止目前，公司拥有煤炭资源量总计 38.57 亿吨，其中：焦煤资源量共计 9.33 亿吨，动力煤资源量共计 29.24 亿吨，资源量丰富；合计保有在产煤矿 15 座，总产能合计 1110 万吨/年。后续随着海则滩煤矿建设推进，公司预计 2027 年投产，达产后公司将取得 600 万吨优质化工煤和动力煤产能，煤炭总产能将突破 2000 万吨/年。

煤炭原料成本下移，电力板块扭亏为盈。公司控股电力总装机容量 897 万千瓦，均为在运机组；参股总装机容量 421 万千瓦，其中：在运装机容量 221 万千瓦、在建装机容量 200 万千瓦。2023 年公司长协煤签约全覆盖，尤其是二季度以来，随着煤炭价格下跌，长协兑现率的提高，公司电力板块燃料成本持续下降；1-6 月秦皇岛港动力煤 Q5500 均价 1022.68 元/吨，比 2022 年下跌 13.93%；尤其二季度均价 916.82 元/吨，同比下跌 23.75%，环比下跌 18.89%。二季度电煤年度长协均价 717 元/吨，同比下跌 0.32%，环比下跌 1.28%。燃料成本下跌下，公司电力板块毛利将进一步得到提升。

储能转型坚定，钒电池建设项目稳步推进。按照公司转型发展规划，公司储能转型项目稳步推进，公司披

露力争 2025 年储能产业形成规模，2027~2030 年进入储能行业第一方阵，实现全钒液流电池市场占有率 30%以上目标，成为储能行业全产业链发展领先企业，形成“传统能源+新型储能”双轮驱动发展的新格局。公司公告，公司所属敦煌市汇宏矿业开发有限公司一期 3,000 吨/年高纯五氧化二钒选冶生产线和张家港德泰储能装备有限公司一期 300MW/年新一代大容量全钒液流电池及相关产品生产线如期开工建设，1 MW 试验产线已安装调试，其中：一期 300MW/年新一代大容量全钒液流电池及相关产品生产线将同步完成储能模块装配及系统集成，公司预计于 2024 年下半年投产，达产后将占据目前国内 10%左右市场份额。公司转型发展战略坚定，未来可期。

投资建议

预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.09\0.10\0.12 元，对应公司 8 月 11 日收盘价 1.48 元，2023-2025 年 PE 分别为 16.2\14.7\12.7 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

风险提示

宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险；电力价格风险；国际原油价格波动导致的石化贸易风险等。

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。本报告清晰准确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

