

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-23

宏观策略

2023年08月23日

宏观点评 20230821: 呼之欲出，一文读懂特殊再融资债券

8月5年期LPR保持定力，对于地产来说可能不是好消息，但是从侧面透露出一个信号，推进地方化债可能是当前政策更加重视的领域——通过降低银行息差的压力，保障金融机构支持化债。除了银行等金融机构之外，其他工具也逐步浮出水面，而曾经帮助北上广隐债清零的特殊再融资债券的呼声无疑是最高。自2015年以来，地方政府共进行过三轮化债，前两轮以置换债为主要工具，而后一轮推出了新工具——特殊再融资债。这三轮化债过程如何推进？而第三轮的特殊再融资债券又充当了怎样的角色？我们认为目前地方政府一揽子化债方案“如箭在弦”，特殊再融资债券是在不改变现有政府债务制度安排的情况下最切实可行的债务置换工具，未来将同政府资产处置、金融机构支持等一起成为“一揽子化债方案”的重要支柱。风险提示：特殊再融资债券相关政策推进进度不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

宏观点评 20230821: 5年期LPR不降的政策信号

“稳地产”还是“稳银行”，这是当前政策的一道选择题。地产是稳经济、稳信心的抓手，银行则是防风险的重要保障。我们认为在地产与银行的选择中，本次LPR的“降与不降”一方面是稳定银行息差，缓解提上日程的地方化债对银行的影响；另一方面或是对存量房贷利率调降让出空间，意味着新一轮存款降息与存量贷款利率下调即将落地。风险提示：地产政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩。

宏观周报 20230820: 美债利率创新高后，怎么走？

美债收益率变得有点快：7月上旬，快速降温的通胀及就业使10年期美债回落至3.7%左右。而随后鉴于7月下旬大超预期的二季度GDP，再到8月“二次通胀”和强劲的零售销售，美债开始从3.7%“一路高歌”连续突破4%、4.2%的大关。本轮上行和去年又有何不同？回顾来看，我们不难发现去年美债收益率快速走高的原因在于通胀频频超预期。与此同时，美联储大幅上调政策利率终值（3.8%升至4.6%），持续加码的货币紧缩力度推高美债收益率（图1）。而本轮我们认为美债收益率上涨更多反映市场对美联储明年降息预期的调整。风险提示：欧美通胀韧性大超预期，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波。

宏观周报 20230820: 近期流动性“量增价升”反映了什么？

8月中旬扰动资金面的因素有些多：先是15日意外降息，再是央行少见连续四天逆回购投放超7000亿元，本周净投放量为今年2月以来最高，资金利率同时快速活跃至中枢值以上。应该如何解读当下的资金流动性变局？我们认为在月中税期影响的因素之外，近期资金利率升高反映的更多是地方专项债加快发行与实体融资需求的好转。风险提示：专项债发行进度不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

固收金工

固收深度报告 20230822：城投挖之掘金江苏系列（八）：走进镇江丹阳、扬中存续 AA+级城投债发行主体

投资建议：针对丹阳、扬中存续 AA+级城投债发债主体深入分析，结合两市城投平台的机构持仓情况排序结果来看，重点推荐对丹阳市开发区高新技术产业发展有限公司（丹阳高新）予以关注。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

行业

房地产行业深度报告：日本房地产泡沫破裂启示录：加大政策放松力度，助力市场回归良性发展

吸取日本处理泡沫犹豫不决的教训，加大政策力度助力市场回归良性发展。（1）从日本经验教训来看，房地产政策需要松紧有度，适时而定，避免犹豫不决和过犹不及。吸取日本经济泡沫破裂后在政策推出时，对市场趋势研判不到位的教训，注重政策的时点和力度；（2）从我国经济发展的现状来看，未来应通过加大政策力度，帮助市场尽快筑底回暖，同时平稳过渡到良性发展状态：开大政策工具箱，帮助房地产尽快走出困境，同时引导房地产市场向新模式平稳过渡。

食品饮料行业跟踪周报：安徽白酒渠道调研反馈：动销回款反馈良好，旺季备货正常推进

风险提示：宏观环境不及预期、疫情影响反复、食品饮料的需求恢复不及预期、食品安全问题。

多肽产业链报告：GLP-1 多肽药物催化，行业迎来拐点

多肽具有特异性好，疗效突出，安全性高，免疫原性低，透膜性好及成本相对较低等优势，在治疗性药物中占据重要地位。多肽的合成仍以化学固相合成为主，液相合成为辅，同时随着基因工程技术的引入，生物合成法在大规模多肽合成中也慢慢开始出现。国内多肽产业链条齐备，具有全球竞争优势，上游的原材料、合成试剂等主要以昊帆生物、纳微科技为代表，而国内多肽 CDMO 代表性企业有药明康德、凯莱英等，凭借其优秀的研发能力、交付效率、合规管理体系等在多肽 CDMO 市场竞争中逐渐显现优势，多肽原料药领域翰宇制药、诺泰生物和圣诺生物也布局完善，而在上游的多肽合成试剂、色谱填料等领域，昊帆生物、纳微科技和蓝晓科技具有先发优势。

环保行业点评报告：《吉林省能源领域 2030 年前碳达峰实施方案》发布

重点推荐：洪城环境，蓝天燃气，新奥股份，景津装备，美埃科技，盛剑环境，高能环境，仕净科技，龙净环保，光大环境，瀚蓝环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，三联虹普，赛恩斯，天壕能源，英科再生，九丰能源，宇通重工。建议关注：昆仑能源，重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。

推荐个股及其他点评

安图生物（603658）：2023 年中报点评：短期业绩承压，看好化学发光盈利预测与投资评级：考虑到行业反腐影响，我们将公司 2023-2025 年归母净利润的盈利预测从 14.65/17.99/21.92 下调至 13.36/16.29/20.04 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 估值为 21/17/14 倍，基于 1）2023 年院端

加速恢复；2) 看好发光业务，我们维持“买入”评级。 风险提示：新产品研发进度不及预期，化学发光装机不及预期，疫情超预期发展等。
爱博医疗 (688050): 2023 年中报点评: 业绩符合我们预期, 新品进入收获期

业绩分析: 公司 23H1 实现收入 4.07 亿元 (+49.04%, 同增, 下同), 归母净利润 1.63 亿元 (+32.12%), 扣非归母净利润 1.53 亿元 (+36.30%), 23H1 毛利率 83.15%, 净利率 38.99%, 业绩符合我们预期。 人工晶体恢复明显, 角膜塑形镜快速增长: 手术治疗产品中, 23H1 “普诺明”等系列人工晶状体实现收入 2.45 亿元 (+37.88%), 境外人工晶状体收入同比增长为 115.75%。近视防控产品中, 23H1 “普诺瞳”角膜塑形镜实现收入 1.06 亿元 (+38.97%)。 加大研发及销售投入, 新品上市推广顺利: 23H1 公司研发费用 0.42 亿 (+56.25%), 23H1 销售费用 0.75 亿, 同比增长 97.79%。23H1 视力保健产品 (包括离焦镜、隐形眼镜、接触镜护理产品等) 收入同比增长 402.84%, 对营业收入贡献超过 11%。此外, 公司于 2022 年 3 月新设的子公司爱博上海加强了市场开拓, 23H1 加大隐形眼镜、护理产品销售和备货。 盈利预测与投资评级: 考虑到下半年公司加强市场推广, 销售费用提升, 我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 3.35/4.74/6.59 亿元调整为 3.23/4.39/6.08 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 53/39/28 倍。公司新品进入收获期, 第二增长曲线打开, 维持“买入”评级。 风险提示: 手术量恢复不及预期, 市场竞争加剧, 人工晶体集采降幅超预期风险

恒力石化 (600346): 2023 年半年报点评: 盈利先于估值修复, 把握底部布局良机

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 70、123、159 亿元, 按 2023 年 8 月 22 日收盘价计算, 对应 PE 分别 14.4、8.3 和 6.4 倍。大炼化盈利持续改善, 新能源材料加速推进, 维持“买入”评级。 风险提示: 需求复苏不及预期、分拆进度不及预期、原材料价格波动

恒逸石化 (000703): 2023 年半年报点评: 海外炼油景气回升, 看好长丝向上弹性

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 15、22 和 28 亿元, 按 2023 年 8 月 22 日收盘价计算, 对应 PE 分别 17.8、11.9 和 9.7 倍。海外炼油景气回升, 长丝旺季行情开启, 维持“买入”评级。 风险提示: 海外经济衰退、投产进度不及预期、原材料价格波动

片仔癀 (600436): 2023 中报点评: 片仔癀提价后稳健增长, 安牛销售高速增长

公司 2023 年上半年实现营业收入 50.45 亿元 (+14%, 较 2022 年同比增长 14%, 下同); 归母净利润 15.41 亿元 (+17%); 扣非归母净利润 15.77 亿元 (+20%); 单季度来看, 2023Q2 实现营收 24.16 亿元 (+16%); 归母净利润 7.71 亿元 (+23%); 扣非归母净利润 8.07 亿元 (+26%)。公司业绩保持稳步增长, 符合预期。 深耕系列大单品, 稳价稳量保增长: 1) 肝病领域 1H23 实现收入 22.51 亿元 (+14%), 主要系核心产品片仔癀锭剂零售价格涨价 28.8%。2) 心脑血管疾病领域, 片仔癀牌安宫牛黄丸 (双天然品规、天然麝香 (体培牛黄) 品规) 均已成功推向市场, 带动该领域 1H23 实现收入 1.96 亿元 (+59%), 预计 2023 年片仔癀牌安宫牛黄丸成为超 2 亿大单品, 明年持续保持高增长。3) 化妆品及日化品业务 1H23 实现营收 2.7 亿元 (-21.9%)。公司推进新品开发和老品升级, 甄选“两

膏”（皇后牌片仔癯珍珠膏、御容臻致珍珠膏）“两霜”（片仔癯牌雪肌无瑕润白雪融霜、皇后牌片仔癯珍珠霜）作为新增长点，打造爆品，未来有望带动业绩增长。公司积极推动控股子公司片仔癯化妆品上市，目前正在梳理 IPO 尽职调查，推进股份制改造流程，拟拆分上市激发新活力。毛利率影响可控，销售费用率下降，创新研发持续加码。毛利率受原材料上涨影响略有下降，公司积极应对，影响可控。肝病用药毛利率为 77.71%（-2.9pct，较 2022 年同比下滑 2.9 个百分点，下同），降幅较少是得益于片仔癯锭剂提价，有效对冲原材料上涨；心脑血管疾病用药毛利率 40.15%（-7.5pct），主要系天然牛黄等原材料价格上涨影响。1H23 销售费用率 4.84%（-1.48pct），主要系促销、业务宣传及广告费用下降。公司 1H23 持续加大研发投入，研发费用率 2.30%（-0.19pct）。持续推进以片仔癯为核心的优势品种二次开发；加快新药研发，有 3 个化药 1 类新药、3 个中药 1.1 类新药和 1 个中药 1.2 类新药进入临床研究阶段，用于治疗轻、中度广泛性焦虑障碍的中药新药取得 II 期临床总结报告。盈利预测与投资评级：考虑到原料上涨对利润的影响等原因，我们将公司 2023-2025 年归母净利润预测从 34.01/42.40/52.13 下调至 32.23 /39.03/47.39 亿元，当前市值对应 PE 分别为 52/43/36 倍。

鲁泰 A (000726): 2023 年中报点评: 需求疲软致业绩承压, 下半年有望逐步改善

展望下半年订单有望逐季改善，产能建设稳步推进。目前海外品牌去库进程较为顺利，Q2 接单量较 Q1 环比增约 20%、逐月看订单有所好转。下半年品牌去库进程渐近尾声，订单有望延续改善态势。产能方面，公司海外 3000 万米高档色织面料建设较为顺利、预计 11 月中逐步开始试生产，2000 万米针织面料产能储备丰富、23 年预计增 10%、未来有望逐步达产，3500 万米功能性面料由于基数较低、呈翻倍增长、仍与设计产能有一定差距，技术突破攻关后有望贡献较大业绩弹性。盈利预测与投资评级：公司为全球色织布龙头，22 年下半年以来外需降温叠加下游品牌去库对公司订单影响虽相对滞后、但亦有所承压，叠加去年高基数导致上半年业绩压力较大。但 23Q2 以来趋势已呈环比逐月改善，下半年随品牌去库进入尾声，行业景气度回升、公司积极开拓欧美新客户、订单有望逐步改善。考虑目前海外品牌仍处于去库阶段、外需较弱，公司订单仍较为承压，我们将 23-25 年归母净利润预测由 9.7/11.0/12.4 亿元下调为 6.1/7.9/9.0 亿元，对应 PE 为 10/7/7X，估值仍较低，维持“买入”评级。

志特新材 (300986): 2023 年中报点评: 行业景气承压, 利润率有待修复
铝模板景气受地产下行压力影响，有待行业供给侧进一步出清。公司上市后加速国内外布点、扩张产能，延伸爬架、PC 构件等品类，但地产超预期下行导致利润表和现金流阶段性承压，考虑到公司信息化系统赋能下精细化管理能力、客户服务能力位居业内优秀水平，若行业需求回暖或供给侧加速出清，公司收入增速和利润率有望回升。基于铝模板租赁市场景气承压，公司费用投入阶段性扩张，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.46（下调 37%）/1.90（下调 36%）/2.53（下调 35%）亿元，8 月 21 日收盘价对应市盈率 29/23/17 倍，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争程度超出预期、地产信用风险暴露、海外业务发展不及预期的风险。

台华新材 (603055): 2023 年中报点评: Q2 收入增长提速, 扣非净利大幅改善

公司为国内民用锦纶 66 龙头，有望充分分享锦纶 66 行业扩容历史性机遇。22 年下半年需求疲软导致业绩承压，23Q1 需求逐渐回暖、收入率先恢复正增长，4 月以来受下游防晒等需求增长带动、锦纶长丝行业开工率恢复至较高水平，公司 Q2 收入增速进一步提升、盈利能力环比持续修复，但由于下游仍处去库进程、公司 22Q4 以来实行的常规产品降价策略导致盈利能力同比仍承压。目前淮安新增产能投产进度稳步推进，我们预计随下游消费回暖+品牌去库推进，23 年复苏趋势明确、业绩有望逐步兑现。考虑到非经损益具有不确定性，我们将 23 年归母净利润由 5.0 亿元下调至 4.5 亿元、维持 24-25 年 7.4/9.3 亿元的预测、对应 23-25 年 PE 为 21/13/10X，24 年淮安项目投产后业绩弹性较大，维持“买入”评级。

箭牌家居 (001322): 2023 年半年报点评: 智能坐便器加速渗透, 推广力度加大短期盈利水平承压

事件: 公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 34.34 亿元, 同比+3.84%; 归母净利 1.71 亿元, 同比-28.24%。其中, Q2 公司实现营收 23.24 亿元, 同比+6.69%; 归母净利 1.68 亿元, 同比-20.84%。轻智能产品快速推广带动智能坐便器加速渗透。分产品看, 23H1 公司卫生陶瓷产品实现营收 16.71 亿元, 同比+9.70%, 龙头五金 9.48 亿元, 同比+4.79%, 主要卫浴产品仍然保持稳健增长。2023H1 公司智能坐便器销售数量同比增长 37.15%, 收入同比增长 13.84%, 占公司营业收入比例为 20.01%, 同比增加 1.75 个百分点。公司通过轻智能产品的快速推广, 降低了智能化产品消费的门槛, 加速了产品渗透率的提升, 智能马桶销量也取得快速增长。分模式看, 23H1 公司经销模式收入(包括经销零售、电商、家装及工程)同比+1.07%; 直销模式(主要为直营电商及直营工程)同比+26.82%。分渠道看, 23H1 经销零售(门店)同比下滑 1.33%, 电商渠道同比增长 15.01%, 家装渠道同比增长 13.01%, 工程渠道同比下降 1.22%, 电商及家装渠道快速增长, 零售渠道阶段性承压。盈利预测与投资评级: 公司是国内卫浴龙头, 在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售套系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。考虑到公司目前以扩大市场份额为重心, 毛利率水平受到一定影响, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.17/7.78/9.37 亿元(前值为 7.07/8.53/9.97 亿元), 对应 PE 分别为 28X/22X/18X, 维持“增持”评级。风险提示: 下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

海螺水泥 (600585): 2023 年中报点评: 水泥盈利探底企稳, 产业链延伸积极推进

公司披露 2023 年中报, 实现营业收入 654.4 亿元, 同比+16.3%, 归母净利润 64.7 亿元, 同比-34.3%, 其中二季度实现营业收入 340.7 亿元, 同比+10.6%, 归母净利润 39.2 亿元, 同比-20.3%, 基本符合我们的预期。上半年水泥量稳价降, 非水泥及海外相关业务表现亮眼: (1) 23H1 公司水泥及熟料自产品销量 1.30 亿吨, 同比+1.8%, 测算单吨均价 305 元, 同比下降 43 元; 上半年全国水泥产量同比+1.3%, 公司销量表现与行业基本一致, 继续稳定市场份额, 均价受需求低迷、旺季价格表现弱于季节性规律的影响; (2) 水泥及熟料自产品实现吨毛利 81.5 元, 同比-35.3 元, 降幅小于均价, 主要是得益于自产品吨成本同比下降 7.8 元, 其中煤炭成本

及煤电耗同比降低带动燃料及动力吨成本同比下降 7.1 元；(3) 骨料、商混分别实现营业收入 16.9/9.8 亿元，分别同比+116.8%/+12.6%，毛利率分别为 57.6%/12.6%；公司在做强做优水泥主业的基础上积极延伸产业链，23H1 新增骨料/商混产能 2160 万吨/780 万方，新增光储发电装机容量 38MW；(4) 海外项目公司收入同比+14.3%、销量同比+4.9%，海外运营质量稳步提升。行业景气阶段性底部确认，逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升。淡季水泥价格经历连续回落后，已处高成本企业现金成本线附近，短期行业供给主动收缩的力度在加强，行业自律改善，价格也有望确认阶段性底部，但反弹动力有待需求改善的支撑。中期来看，随着政治局会议强化逆周期调节力度，基建增量政策有望落地，支撑实物需求，叠加旺季需求季节性回暖，盈利迎来底部回升。盈利预测与投资评级：公司在下行期彰显成本领先等综合优势，产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥企业市净率估值处于历史底部，随着阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，龙头企业估值有望迎来修复。基于地产投资缓慢修复，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 146.8/173.4/184.9 亿元（前值为 163.5/203.9/219.1 亿元），8 月 21 日收盘价对应市盈率为 9.2/7.8/7.3 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；产业链上下游扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

金斯瑞生物科技 (01548.HK)：2023H1 半年报点评：业务能力不断提升，短期扰动不改长期逻辑

事件：根据公司公告，公司 2023 年上半年实现营业收入 3.91 亿美元（+26.4%，同比增长，下同），其中非细胞疗法业务收入为 2.82 亿美元（+13.8%），细胞疗法业务收入为 1.10 亿美元（+76.9%）；公司毛利约为 1.75 亿美元（+3.9%），归母净利润为-2.46 亿美元，经调整净亏损约为 1.62 亿美元，业绩符合预期。非细胞疗法业务维持稳健增长，细胞疗法业务商业化快速放量带动业绩快速增长：分业务看，2023 年上半年：1) 生命科学业务实现对外营业收入 1.99 亿美元（+16.6%），除税前利润为 0.32 亿美元（+17.8%）；2) 生物制剂开发，即蓬勃生物实现对外营业收入 0.65 亿美元（+7.0%），除税前利润为 0.47 亿美元，相较去年同期转亏为盈；3) 工业合成业务，即百斯杰实现对外营业收入 0.18 亿美元（+8.9%），除税前利润为 0.01 亿美元（-3.4%）；4) 细胞疗法业务，即传奇生物实现对外营业收入 1.10 亿美元（+76.9%），除税前利润为-3.11 亿美元，亏损同比有所扩大，主要系商业化产品 CARVYKTI 研发投入加大和产品商业化早期产能建设增加所致。能力持续提升支持业务长期发展，各业务条线蓄势待发：生命科学业务在产能扩建的同时，依托自动化和规模化效应，加强基因到抗体/蛋白的协同能力，在巩固基因合成领先地位的同时，依托突出的研发能力发掘行业新兴机遇。蓬勃生物短期受投融资影响新增项目同比略减，但平台持续优化，公司药物发现平台实现技术革新，项目交付时效性、一站式 ADC 发现解决方案能力、重组蛋白产量等各方面都实现了能力提升。百斯杰成功实现创新性产品——洗涤酶制剂的早期商业化，同时也在探索新机遇，包括甜味剂、血红蛋白等产品的合成生物学法合成。传奇生物已提交 CARVYKTI 在多发性骨髓瘤前线适应症的应用，针对小细胞肺癌的细胞疗法 LB2102 成功获得了 FDA 授予的孤儿药认定。各业务条线能力不断提升，有助于增强公司长期核心竞争力，在投融资等外部环境改善下将有望助力业绩快速增长。

华润啤酒 (00291.HK): 2023 半年报点评: 业绩符合预期, 结构化升级加速

啤酒业务量价齐升, 结构化升级加速, 喜力表现亮眼。次高及以上产品快速增长&成本压力下行驱动利润率提升。白酒业务调整逐步落地, 中长期啤白战略持续推进, 成果可期。

天味食品 (603317): 2023 年半年度业绩点评: 定制餐调加速恢复, 业绩基本符合预期

公司 23Q2 收入低于预期, 我们下调 23-25 年收入预期为 32/38/45 亿元 (此前预期为 33/38/45 亿元), 同比+20%/18%/17%, 维持归母净利润预期 4.29/5.5/6.6 亿元, 同比+26%/28%/20%, 对应 PE 分别为 35/27/23x, 维持“买入”评级。

均胜电子 (600699): 2023 年半年报点评: 盈利能力修复明显, 业绩同比高增长!

盈利预测与投资评级: 鉴于公司汽车安全业务整合顺利, 汽车电子业务新订单不断突破, 我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 540.13/604.16/676.92 亿元, 同比分别+8%/+12%/+12%; 维持 2023-2025 年归母净利润预测为 9.80/15.13/20.78 亿元, 同比分别+149%/+54%/+37%, 对应 PE 分别为 26/17/12 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 汽车安全业务修复不及预期, 乘用车价格战超出预期。

盛天网络 (300494): 2023 年半年报点评: 游戏社交延续高增速, 关注多元化布局进展

盈利预测与投资评级: 考虑到公司重点新游《大航海时代: 海上霸主》上线晚于我们此前预期, 我们下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.57/0.72/0.80 元 (此前为 0.63/0.73/0.83 元), 对应当前股价 PE 分别为 25/20/18 倍。我们看好公司社交增值业务延续高增长态势, AI 布局逐步落地, 同时看好公司自研游戏布局稳步推进, 培养业绩新增长极, 维持“买入”评级。风险提示: 游戏社交业务发展不及预期, 新游表现不及预期, 行业竞争加剧风险

瑞鹤模具 (002997): 2023 年半年报点评: 制造装备订单充足, 汽车零部件毛利率明显改善!

公司公布 2023 年半年报, 业绩符合我们预期。2023 年 H1 实现营收 8.6 亿元, 同比+100.7%, 环比+16.2%; 实现归母净利润 0.9 亿元, 同比+62.8%, 环比+6.5%; 实现扣非归母净利润 0.8 亿元, 同比+96.1%, 环比+25.7%。2023 年 Q2 实现营收 4.8 亿元, 同比+62.2%, 环比+23.8%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比+17.0%, 环比+10.2%; 实现扣非归母净利润 0.4 亿元, 同比+10.6%, 环比+1.0%。

晶盛机电 (300316): 2023 年半年报点评: Q2 设备端新签订单维持高位, 材料端表现亮眼增厚盈利能力

盈利预测与投资评级: 光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线, 第二曲线是光伏耗材和半导体耗材的放量, 第三曲线是半导体设备的完全放量。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 47/58/70 亿元, 对应 PE 为 15/12/10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

通威股份 (600438): 2023 年中报点评: 硅料盈利逐渐下行, N 型电池加速投产

盈利预测与投资评级: 基于产业链价格下行, 我们下调 2024/25 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 196/140/184 亿元(前值 2024/25 年为 175/186 亿元), 同比-24%/-28%/+31%, 基于公司硅料龙头地位, 我们给予公司 2024 年 15xPE, 对应目标价 47 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

海南机场 (600515): 2023 年半年度报告点评: 业绩基本符合预期, 盈利能力显著改善

盈利预测与投资评级: 海南机场融入海南国资后开启高质量发展, 深度参与海南自贸港建设, 有望持续享受海南赴岛游的繁荣及未来自贸港政策红利。维持海南机场 2023-2025 年盈利预测, 归母净利润分别为 11.2/15.2/18.1 亿元, 对应 PE 估值为 41/30/25 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险

大族激光 (002008): 2023 年中报点评: Q2 收入同比转正, 静待下半年需求进一步复苏

盈利预测与投资评级: 考虑到公司多项业务下游景气复苏进程, 我们谨慎调整公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 13.95、19.35 和 25.23 亿元(原值 14.86、20.58 和 26.77 亿元), 当前市值对应动态 PE 分别为 17、12、9 倍。基于公司不断扩张的潜力, 维持“买入”评级。

风险提示: 制造业投资不及预期, 行业竞争加剧, 新业务拓展不及预期。

风险提示: 制造业投资不及预期, 行业竞争加剧, 新业务拓展不及预期。

航天电器 (002025): 2023 年中报点评: 营收同比增加 15.91%, 电子元器件制造业发展良好

盈利预测与投资评级: 基于航天业务高速增长, 并考虑公司在高端连接器、继电器的核心地位, 我们将 2023-2025 年归母净利润预期调整为 7.59 (-0.77) /9.94 (-2.28) /13.57(-4.06)亿元; 对应 PE 分别为 37/28/20 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 宏观经济形势变化风险; 2) 公司主业市场盈利水平波动风险; 3) 应收账款增加的风险。

纳睿雷达 (688522): 2023 年中报点评: 销售业务增长, 科技属性增强

盈利预测与投资评级: 公司是掌握全极化有源相控阵雷达技术并较早实现 X 波段双极化(双偏振)有源相控阵雷达产业化的企业, 考虑到下游进展, 我们维持之间的预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 2.11/3.25/4.19 亿元, 对应 PE 分别为 43/28/22 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 1) 雷达产品研发周期长、研发投入高、研发风险大; 2) 经营业绩存在季节性波动; 3) 国民经济发展的周期波动等风险。

宏观策略

宏观点评 20230821: 呼之欲出, 一文读懂特殊再融资债券

8月5年期LPR保持定力,对于地产来说可能不是好消息,但是从侧面透露出一个信号,推进地方化债可能是当前政策更加重视的领域——通过降低银行息差的压力,保障金融机构支持化债。除了银行等金融机构之外,其他工具也逐步浮出水面,而曾经帮助北上广隐债清零的特殊再融资债券的呼声无疑是最高的。自2015年以来,地方政府共进行过三轮化债,前两轮以置换债为主要工具,而后一轮推出了新工具——特殊再融资债。这三轮化债过程如何推进?而第三轮的特殊再融资债券又充当了怎样的角色?我们认为目前地方政府一揽子化债方案“如箭在弦”,特殊再融资债券是在不改变现有政府债务制度安排的情况下最切实可行的债务置换工具,未来将同政府资产处置、金融机构支持等一起成为“一揽子化债方案”的重要支柱。

“将一将”地方政府债券种类。我国地方政府债券有两种分类方式:按照偿债资金来源划分,可以分为一般债券和专项债券;按照资金用途划分,可以分为新增债券、置换债券和再融资债券。不过这两大类债券之间又可以进行一一配对,如置换债又可以分为置换一般债和置换专项债,分别用于置换地方政府存量的一般债务和专项债务。特殊再融资债实则为“新型置换债”。置换债、传统再融资债、特殊再融资债均是“以时间换空间”的化债利器,但三者之间却又不完全相同。置换债与传统再融资债有两大区别:其一是置换债由政府发行,而传统再融资债可由政府和公司等主体发行;其二是置换债用于置换存量债务,而传统再融资债用于偿还到期债务的本金。因此,由政府发行、用于偿还和置换存量债务的特殊再融资债似乎更像是置换债的“替身”。“特殊版”的再融资债与“传统版”有着诸多不同。除了发行主体和替换债务范围之外,两者最大区别在于特殊再融资债主要用于隐性债的化解,而传统再融资债更针对显性债。

三轮化债从何“启幕”、又从何“落幕”?从2015年起,我国共开展了三轮隐性债务置换,前两轮是以置换债的形式,后一轮是以特殊再融资债的形式。

第一轮(2015-2018年):置换债“登上舞台”。2008年11月,“四万亿”计划下地方融资平台如“雨后春笋”般涌现、城投债开始大规模发行,为地方债隐性化问题埋下伏笔。为将隐性债显性化,2015年政府开启了第一轮大规模化债。在2015至2018年期间共计发行了12.2万亿元的置换债,其中经济实力较强(如江苏省)或债务负担较重(如贵州省)获得的置换债支持力度较大。通过将大规模高成本债务转化为期限更长、利率更低的政府债券,债券发行人也从地方政府融资平台转化为地方政府,债务违约风险随之降低。

第二轮(2019年):置换债“重磅归来”。在个别地方政府违规举债的背景下,新一轮隐性债务风险似乎又在路上。2018年8月国务院下达《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》,要求在5-10年间将隐性债务化解完毕,第二轮地方债务置换也提上日程。2019年财政部选取了辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南六个省份,采用竞争性立项的方式选择部分县市开展隐性债务风险化解试点。此轮化债中置换债发行规模约为1579亿元,虽然整体看来规模不大,但在一定程度上缓解了部分尾部区域政府的流动性压力。

第三轮(2020-2022年):特殊再融资债取代置换债,成为化债“新角色”。疫情冲击下,地方政府债务风险“一波未平、一波又起”。2020年12月江苏省率先行动,发布了专门用于偿还政府存量债务的再融资专项债券(即现在所称的“特殊再融资债券”),为隐

性债务化解工作开创了新局面。此轮化债过程可以分为两大阶段：第一阶段（2020年12月至2021年9月）主要目的在于建制县区隐性债务化解试点扩容、辅助高风险地区化债。在这个阶段，全国共有28个省市发行特殊再融资债券，募集资金总规模达6278亿元，其中重庆、天津发行量位居前列。此阶段化债的特点在于上海、广东等经济实力较为雄厚的省份未参与其中。第二阶段（2021年10月-2022年6月）以一线城市为首实施全域无隐性债务试点。不同于第一阶段，这一阶段化债是在经济体量大、财政实力强的地区率先展开。从2021年10月至2022年6月期间，北京、上海、广东三地共发行特殊再融资债券约5041.8亿元。在此次化债工作的积极推动下，北京、广东、上海浦东新区、上海奉贤区等地区已成功实现隐性债务清零计划。不过自2022年6月之后，特殊再融资债就一直处于暂停发行状态。今年特殊再融资债发行空间有多大？由于我国对地方政府债务余额实行限额管理（即余额要控制在限额内，限额与余额之间的差值为限额空间），因此我们可以将地方债限额空间理解为特殊再融资债可发行规模理论上限。根据测算，截至2023年6月末，地方债（含一般债及专项债）限额空间约为2.6万亿元，因此今年特殊再融资债可发行上限约为2.6万亿元。不过，我们认为全额使用限额空间以发行特殊再融资债的可能性较小，主要基于两点原因：1 限额空间的一部分可能还需要预留专项债。今年开年以来基建投资其实并不弱，可经济整体却仍需要动力源去恢复“元气”。为夯实基建“底座”，8-9月新增专项债发行进度很有可能提速。今明两年，基建依旧会是经济的重要抓手，我们预计类似2022年下半年专项债使用限额空间的工具仍有“用武之地”。因此地方债限额空间不大可能全部用于特殊再融资债券的发行，还需要为专项债预留空间。2 以史为鉴，今年推出大规模隐性债务置换的可能性并不大。第一轮地方化债（尤其在2015至2016年）启动大规模债务置换的主因是在新预算法执行之际，需要将经重新审计后属于政府债务的部分“显性化”。但在没有进一步推出新预算法的背景下，第二、三轮地方化债的规模均比较适中。以第三轮特殊再融资债的发行为例，从2020年12月至2022年6月特殊再融资债总发行规模为11320亿元，也就是平均每月发行规模仅约为596亿元。怎么用？中央将统筹对限额空间进行再分配。虽然整体看来地方债限额空间仍较为充裕，但地方政府之间化债资源分布不均的问题表现突出。根据散点图来看，各省特殊再融资债可发行规模与对应的偿债压力之间存在不对等现象：很多偿债压力相对较大的省份对应的特殊再融资债可发行规模较小，而上海、江苏、北京等经济发达之地特殊再融资债发行上限反而更高。基于此，中央或会对地方政府债务限额空间进行统筹再分配，并将限额空间更多地分配给一些经济实力较弱、债务压力较大的地区。风险提示：特殊再融资债券相关政策推进进度不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观点评 20230821：5年期LPR不降的政策信号

下调了MLF利率，却不调整5年期LPR利率，这在历史上还是第一次出现。央行已经连续两周给市场带来了“惊喜”，上周超预期下调MLF利率，今天又在5年期LPR上保持定力、维持在4.20%，为2019年LPR改革后首次5年期利率未跟随MLF利率下调。“稳地产”还是“稳银行”，这是当前政策的一道选择题。地产是稳经济、稳信心的抓手，银行则是防风险的重要保障。我们认为在地产与银行的选择中，本次LPR的“降与不降”一方面是稳定银行息差，缓解提上日程的地

方化债对银行的影响；另一方面或是对存量房贷利率调降让出空间，意味着新一轮存款降息与存量贷款利率下调即将落地。今年以来房贷“再融资”现象持续增加或许已经反映了5年期LPR下调效力的“桎梏”，二季度以来的按揭早偿与潜在的经营贷置换均是证据之一。在没有正式再融资机制情况下，长端LPR利率的进一步下调带来的可能是更多的低息贷款置换而非地产需求端的直接刺激。据我们统计目前多数城市的存量-新增房贷利差仍高达60-100bp，存量降息节省居民利息支出释放的需求或比新发贷款降息来的更为显著，而本次5年期LPR利率不变可能也是基于这一点考量。5年期LPR维持的“定力”，可能反映的是银行利润空间收窄“难言之隐”。此番利率调整后，MLF-LPR利差及LPR期限利差重新走阔。考虑到今年高层对金融稳定防风险的关注，我们认为新一轮存款降息以及预期的降准均有加速落地的必要性。存款和存量贷款降息方面，央行二季度货币政策报告设专栏讨论银行合理利润水平，可见商业银行利润缩减已至央行关注水平，金融监管总局公布的二季度净息差为1.74%，环比虽持平，但往后看下行压力仍大：一方面是6月及8月LPR降息落地后的挤压资产端收益的效应正在逐步显现；另一方面央行上周日再提“统筹考虑增量、存量及金融产品价格关系”，包括按揭在内的多个存量贷款利率均有近期调降可能，驱动银行开启新一轮存款降息稳定负债端成本。降准的诉求进一步增加。我们曾在7月金融数据点评报告中提到降准对于补充流动性、稳预期的必要性，观察这两周的变化，这些降准考量的压力不减反升：上周流动性“量涨价升”，央行逆回购超量投放难抵专项债加速发行对资金面的扰动；8月意外降息后汇率压力进一步增加，降准可发挥总量政策加力的稳预期作用。5年期LPR虽未跟随下调，救地产的紧迫性并未下降。以史为鉴，5年期LPR跨步调降均伴随着地产调控放松，而在如今“房住不炒”缺席的地产供求新形势下，我们认为本次5年期LPR利率意外的不变并不意味着“力度要够”的地产政策有所转向，降息的空间或转交至存量按揭利率，且本轮地产放松的重心会在一线城市。7月国家统计局口径70城房价下跌城市增多，如果8月趋势不变，广州、深圳或将成为符合央行首套房贷利率动态调整机制的下调条件首批一线城市，对于“买涨不买跌”的楼市信心影响较大。加之6月LPR下调后，6月末个人住房贷款利率进一步环比下降3bp至4.11%，已大幅低于2016年首提“房住不炒”时的4.52%，但三季度地产销售继续疲软，救地产的紧迫性并未下降。为什么一线城市可能是后续地产政策发力点？变化主要在于“房住不炒”表述的缺席：政治局强调“地产供求新形势”、央行二季度货币政策报告删除“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，都意味着我们对政府地产调控“稳而不强”的“刻板影响”可能要变一变了。对于当下数月低迷的楼市来说，库存更少、能级更大的一线城市的房价回升是其急需的“示范”。不同的是政策对居民重回加杠杆的思考。参考去年5年期LPR年内累计降幅多达35bp的背景下，地产销售面积仍同比减少超20%，而今年居民收入、理财收益受到进一步扰动，股市及房价波动加大，重回加杠杆之路并非LPR降息能够“一蹴而就”，地产需求刺激落地后房价的企稳回升或是回归正轨的第一步。本次LPR非对称下调或考量到LPR降息并非影响居民加杠杆的核心变量，重点仍在各地预期地产放松政策的兑现与居民资产价格及收入的普遍好转。风险提示：地产政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

宏观周报 20230820：美债利率创新高后，怎么走？

同样是面临“政策定力”，国内和国外债市的表现大相径庭。国内 10 年国债正式进入“2.5%”时代，而美联储的政策“定力”导致美债市场“哀鸿遍野”、纷纷刷新年内新高，作为全球市场利率锚的 10 年期美债收益率一度站上 4.3%，全球资产压力山大。尽管资产很“慌”，鉴于基本面和短期情绪面的因素我们依旧认为美债收益率接近于本轮周期的高点，10 年期美债收益率未来一段时间更加合理的波动区间可能是 3.5%至 4.25%。本轮上行和去年又有何不同？回顾来看，我们不难发现去年美债收益率快速走高的原因在于通胀频频超预期。与此同时，美联储大幅上调政策利率终值（3.8%升至 4.6%），持续加码的货币紧缩力度推高美债收益率。而本轮我们认为美债收益率上涨更多反映市场对美联储明年降息预期的调整。那么如何看待本次美债收益率的大涨？其实通过复盘历史不难发现，触发美债上涨和下跌的因素无非是基本面、政策和事件三个层面。本次推高美债的是超强经济韧性+“鹰”派加息信号+两大事件的推波助澜：基本面角度，美国“亮眼”的经济表现。一、二季度美国 GDP 频频超预期，而亚特兰大联储对美国 Q3 环比增速从 4.1%连续上调 2 次至 5.8%。由此我们认为，上半年经济大超预期的状况在下半年将持续：经测算超额储蓄要到明年 2 季度才能消耗完毕，制造业开始企稳回升，住宅投资也将转正，这一切都减小了衰退的可能。经济基本面强于 2022 年。除此之外，7 月“二次通胀”的开始证明了 6 月大幅“下台阶”难以为继，美债的交易逻辑转向经济基本面。政策面角度，实际利率刷“纪录”，美联储释放更“鹰”的信号。短期内降息预期难以兑现+下周杰克逊霍尔会议（Jackson Hole）上将释放的偏“鹰”政策预期，共同推动美债收益率上涨。10 年期通胀保值债券（TIPS）收益率飙升，触及 2%的关键关口，刷新近十年以来的纪录。与此同时，7 月会议纪要释放今年以来鹰派语句最多的一次。这也“引导”市场开始 price in 在下周全球央行年会上，美联储可能对中性利率的“鹰”派论调。事件角度，主权信用评级下调+Q3 发债潮。惠誉下调美国国债评级以及美债的“供给潮”起到了对美债收益率“推波助澜”的作用。一方面，美国三季度预计发债规模明显高于此前的预期、增加到 1.007 万亿美元，且从期限结构上看，中长期国债发行规模更大。5 年期，10 年期及 30 年期的发行规模分别为 990 亿、1020 亿、1070 亿。在此压力下，美债已经在 2 周前脉冲式地推向 4.2%。另一方面，虽然本次评级下调与 2011 年相比，市场十分“淡定”。关注点反而在美股巨额的政府债务和外资坚持美债上，短期内推动市场押注收益率的上涨。展望后市，市场预期还需调整，美联储“三思而后行”。鉴于本次推高美债的核心因素还是强劲的经济活动，让市场对政策利率重新定价。如果通胀能够持续下行，这将能够限制住美债收益率上涨的空间。但是值得注意的是，如果通胀真的重新加速，这将带领美债收益率再次冲高。而若想要美债收益率跌破 3.5%，则需要失业率的大幅抬升或者明显的就业降温。重点数据速览后，我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。经济活动：美国经济边际放缓。截至 8 月 13 日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 1.12。近两周美国 WEI 指数呈现放缓趋势，但整体来看，美国经济恢复有条不紊，市场对于今年美国不衰退的期望持续升温。德国方面虽边际改善，但仍处于低位，截止至 8 月 13 日当周德国 WAI 指数为 0.10，较前值上升 0.07，德国经济当前“堪忧”，随着制造业对经济的拖累加大，后续德国 WAI 指数可能进入负增长区间。需求：出行消费具有韧性，地产需求持续承压。本期美国出行活动相较上期边际下行，但仍位于 2022 年以来相对高

位。消费仍然具有韧性，美国红皮书零售销售同比连续三周回暖，截至8月13日的当周录得0.70，较前值上升0.40，当前美国税收减少以及社保收入增加使得居民可支配收入显著上升，加上美国超额储蓄至少要持续到明年二季度才会消耗完毕，对消费形成有力支撑。地产方面，抵押贷款利率延续上升，截至8月13日当周录得7.09%，再次刷新去年以来的高位，高利率影响下地产需求不容乐观。我们提到，本轮地产回暖的主要原因在于供给端偏弱，而需求端受挫较为明显，当前库存不足支撑地产回暖，但地产复苏能否持续仍有赖于需求通道的打开，后续利率能否有效下行对地产来说至关重要。就业：劳动力市场保持韧性。截至8月12日当周，美国首次申请失业救济人数下降1.1万人至23.9万人，与预期基本相符，创下五周以来的最大降幅。截至8月6日当周，续申失业救济人数增至171.6万，超过市场预期170万。尽管美国借贷成本上升对美国经济的各个领域产生了负面影响，但美国劳动力表现仍具有韧性。强劲的劳动力市场刺激薪资增长幅度，进而支撑着美国消费者支出，市场对于美国经济能够实现软着陆的预期仍在升温。流动性：美元流动性收紧。本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）回落，美元整体流动性有所收紧，监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在小幅震荡后与上周基本持平。截止至8月16日，美联储资产负债表规模较8月9日收缩了625.14亿美元，其中国债减少422.95亿美元，BTFP增加3.78亿美元，缩表仍在进行中。此外，受到穆迪下调10余家银行评级，以及惠誉警告或将下调70多家银行评级（包括摩根大通等大银行）的影响，欧美主要银行CDS指数在本周小幅上升，债券违约风险小幅升高。美元流动性整体边际收紧。风险提示：欧美通胀韧性大超预期，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观周报 20230820：近期流动性“量增价升”反映了什么？

8月中旬扰动资金面的因素有些多：先是15日意外降息，再是央行少见连续四天逆回购投放超7000亿元，本周净投放量为今年2月以来最高，资金利率同时快速活跃至中枢值以上。应该如何解读当下的资金流动性变局？我们认为在月中税期影响的因素之外，近期资金利率升高反映的更多是地方专项债加快发行与实体融资需求的好转。税期如何影响资金利率？根据国家税务总局的规定，企业需要在每月确定日期（一般为15日前后）之前完成税务申报，而通常企业倾向于临近截止日期时报税，因此每月中旬为缴税高峰期，大量资金届时从实体流向财政存款，表现为流动性收紧，资金利率抬升，央行通常会增加逆回购投放呵护流动性。不过结合历史经验，8月税期对资金面的扰动有限。从全年角度来看，由于部分税务季度、年度申报的缘故，每月缴税规模存在季节性：年初的1月，季初的4月、7月、10月，以及半年度汇算期5月均为“缴税大月”，该月的税收收入及货币当局的政府存款均为年内高点，对应月中税期资金利率的抬升幅度也更显著。因此8月税期因素并不能完全解释本周央行创今年2月以来最大的逆回购净投放量。地方专项债发行加速或是近期扰动资金面的主因。我们曾在此前的报告中提到，专项债明显放量时大多伴随着资金利率的环比大幅上涨，这主要是政府债发行增加财政性存款对基础货币的抽离造成资金面收紧。本周资金利率的环比抬升幅度明显大于历史均值就是证据之一。观察本月发行情况，截至8月19日Wind口径8月发行的新增地方专项债规模已达4288亿元，为年内最高。各省已公布的发行计划总规模超4400亿元，广东、河北发力明显，考

虑到还缺少部分省份数据，8月发行的地方专项债总量很可能超过5000亿元。往后看，8月之后实体投资与信贷投放有望触底回升。地方政府专项债的发行加速意味着更多的基建项目到款及落地开工，力度上可能不及2022年5-6月，但也是8月之后基建投资与贷款需求的重要企稳支撑。需关注接下来本月5年期LPR超幅调降（是否超过15bp）以及地产政策快速落地的预期兑现。本周高频数据显示，居民出行消费热度不减，汽车零售销量同比走阔，客运保持高位；二手房销售有回暖迹象，土地交易仍低迷。极端天气影响因素逐渐消退后工业生产回到正轨，建筑业生产节奏加快。猪价回升势头暂止，国内工业品价格企稳回升。风险提示：专项债发行进度不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20230822：城投挖之掘金江苏系列（八）：走进镇江丹阳、扬中存续AA+级城投债发行主体

观点 丹阳市概况：1) 丹阳市产业结构以制造业为主，在新材料、新能源、新医药、先进装备制造、电子信息等新兴产业均形成技术和品牌优势。2) 经济财政：2022年丹阳市GDP为1407.88亿元，一般公共预算收入71.91亿元，财政自给率64.17%。3) 债务负担：2022年丹阳市地方债务率为411%，同比提升26pct，主要系地方债务大幅增加、财政收入增速疲软所致。4) 丹阳市城投主体共3家，均为AA级，发债格局以中短期为主，融资能力属江苏省中游水平，未来3年滚续融资需求或维持；5) 在当前经济弱复苏叠加利率长期下行预期的背景下，鉴于AA+级城投债当前信用利差较AAA级存在明显充裕的下行空间，建议关注丹阳市存续AA+级城投债发债主体，把握2023H1估值调整带来的配置机会。扬中市概况：1) 扬中市产业结构以电气工程、新能源材料、汽车零部件等产业为主。2) 经济财政：2022年扬中市GDP为585.99亿元，一般公共预算收入36.08亿元，财政自给率为60.70%。3) 债务负担：2022年扬中市地方债务率为546%，同比提升30pct，主要系地方财政收入下降所致。4) 扬中市城投主体共4家，均为AA级，发债格局以中长期为主，融资能力优于丹阳市但同属江苏省中游水平。5) 扬中市AAA和AA级城投利差均处于历史低位，而AA+级处于历史高位，下行空间更可观，叠加当前利差回调信号不明显，故AA+级城投利差短期内维持横盘震荡并随利率下行趋势而收窄的预期走势或进一步突出其配置价值。丹阳、扬中存续AA+级城投债发债主体：1) 丹阳高新：近三年营收连增，2022年实现营收11.62亿元，销售毛利率13.15%，业务收入以代建工程、房屋、场地租赁业务为主；短期偿债能力偏弱但长期偿债能力较强，近期无兑付压力；公司私募债与企业债利差均于2023年起显著压缩，其中2-3月期间私募债利差因收窄幅度大于企业债而出现短暂的利差倒挂现象，当前二者利差均处于历史低位，鉴于私募债个券估值较企业债偏低，建议风险偏好较高的投资者关注公司私募债配置机会，在短期内利差走势情况不明的态势下，利用私募债票息优势进一步放大收益空间。2) 大航控股：近三年营收波动，2022年实现营收31.23亿元，销售毛利率2.53%，商品贸易系主要收入来源；偿债指标有所改善但再融资需求前置；公司私募债目前处于历史较低区间，反观中票则由于收益倒挂现象而处于历史较高区间，利差进一步压缩空间更充裕，叠加估值溢价不多，配置性价比尚可，此外公司新发行私募债23大航

01 当前估值偏低,建议投资者可对公司存量中票及新发私募债个券加以关注。总结回顾和建议关注:针对丹阳、扬中存续 AA+级城投债发债主体深入分析,结合两市城投平台的机构持仓情况排序结果来看,重点推荐对丹阳市开发区高新技术产业发展有限公司(丹阳高新)予以关注。该平台主体评级为 AA 级,存量债券规模 21.1 亿元,有息债务规模较大但逐年稳步缩减,短期偿债或有承压但长期偿付能力较强,且短期内无债券到期兑付压力,公司对于融资节奏的调控具备一定自由度;公司经营面主要依托自身较强的造血能力,此外公司作为丹阳开发区重要的基建与土地开发业务实施主体,可持续得到开发区管委会政府补贴支持,叠加 2022 年以来背靠当地产业发展规划的稳步推进,筹划布局并落地眼镜城项目,配合基础核心代建业务及土地开发业务,各业务板块多元发展、协同互补,助力公司进一步打开长期利润空间、创造更多盈利增长点;当前该平台机构持仓规模较大,市场关注度较高,存续私募债利差波动程度大于企业债,且私募债个券较企业债具备更显著的估值优势,建议追求增厚收益的投资者持续关注丹阳高新私募债投资机会,同时捕捉短期利率震荡环境中的票息收益及长期利率下行环境中的资本利得收益。风险提示:城投政策超预期收紧;数据统计偏差;信用风险发酵超预期。

(证券分析师:李勇 研究助理:徐津晶)

行业

房地产行业深度报告:日本房地产泡沫破裂启示录:加大政策放松力度,助力市场回归良性发展

投资要点 表现:日本房地产从繁荣到泡沫破裂,陷入“失去的三十年”: (1) 泡沫产生、地价飞涨(1985-1990 年):土地政策、货币政策、金融管制宽松等导致大量资金流向土地市场。土地所有者捂盘惜售,助涨土地价格,货币政策和金融管制宽松导致市场流动性宽裕,银行过度信贷与企业投机等催生泡沫;(2) 泡沫破裂,股市、楼市先后崩溃:政策收紧是直接原因,城镇化进入尾声、人口周期拐点等基本面因素是根本原因,收紧的货币金融政策,导致企业融资链条断裂,刚硬的土地税收压垮市场。(3) 影响:长期资产负债表衰退,市场陷入“失去的三十年”:经济长期低迷,资产缩水,企业疲于修复资产负债,大幅度收缩投资开发等。应对:救市政策出台滞后,效果不佳:(1) 金融监管制度:大藏省话语权过高,央行缺乏独立性、政策出台不及时:大藏省大权在握,缺少透明度,在泡沫破裂后低估不良资产问题,且货币紧缩政策出台不及时;(2) 货币财政政策:货币、财政政策大开大合,政策配合度不高:货币政策刹车过急,主动刺破泡沫,导致股市与房地产没有缓冲迅速下行,泡沫破裂后,日本央行货币政策转向缓慢,使得后续宽松政策大打折扣,财政与货币政策疏于配合;(3) 税收制度:税收制度变动不入时宜,加速泡沫积累和破裂:土地税制宽松助长投机之风,相反,在地产下行期收紧土地税制,加速地价下跌,消费税让经济雪上加霜;(4) 土地制度:土地稀缺、金融属性强,应对泡沫策略失当:土地稀缺助长投机,泡沫破裂后,土地制度未作出正确调整,未能通过减少供给抑制价格下跌。 启示:避免重蹈覆辙,中国房地产何去何从? (1) 当前我国楼市与日本 1991 年对比:相同点:我国和日本有着相似的人口结构,快速攀升的杠杆率和过高的房价收入比,购买力接近极限。不同点:我国经济发展外部环境复杂,经济进入增速换挡阶段仍保持中高速增长,城镇化进程进入快速发展期的减速阶段,未来发展空间犹在,房地产作为我国支柱行业,

对宏观经济更重要；(2)当前我国市场信心不足，近年来多重货币、财政政策力保经济复苏稳增长，长远还需将扩张性宏观调控政策与改革相结合：2023年我国出现提前还贷率持续上升现象，可能对社会融资增长、消费有所拖累，为应对经济下行和市场预期转弱造成的需求不足，还需开大政策工具箱，提振市场信心；(3)稳楼市有助于稳经济、稳就业，加快构建房地产新模式：短期，降低首套首付比和贷款利率、为改善型住房提供税费减免、调整认房认贷政策等政策；通过贷款展期、债务重组、并购等供给端政策化解房企风险。长期，推动城市群战略、金融稳定、租购并举等为核心加快构建房地产新模式。总结：吸取日本处理泡沫犹豫不决的教训，加大政策力度助力市场回归良性发展。(1)从日本经验教训来看，房地产政策需要松紧有度，适时而定，避免犹豫不决和过犹不及。吸取日本经济泡沫破裂后在政策推出时，对市场趋势研判不到位的教训，注重政策的时点和力度；(2)从我国经济发展的现状来看，未来应通过加大政策力度，帮助市场尽快筑底回暖，同时平稳过渡到良性发展状态：开大政策工具箱，帮助房地产尽快走出困境，同时引导房地产市场向新模式平稳过渡。风险提示：行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；宏观政策放松不及预期，收紧超预期。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：白学松
证券分析师：肖畅)

食品饮料行业跟踪周报：安徽白酒渠道调研反馈：动销回款反馈良好，旺季备货正常推进

投资要点 安徽市场概况：1)整体表现：白酒产销大省，2021年市场规模约350亿元。2022年安徽省GDP以4.5万亿元位居全国第十，名义增长率达到5.83%。人均GDP为7.36万元，同比+6%，良好的经济发展潜力，为安徽省白酒消费的提档升级提供了核心动力。2020年以来白酒产量基本位居全国前五，2022年的26.55万千升，占全国总产量约5%。2021年安徽省白酒市场规模约为350亿元，预计2022-2025年CAGR约为6%。2)市场竞争：一超两强格局奠定，全国名酒占据部分市场。安徽白酒市场竞争激烈，2021年安徽白酒市场大约69%的份额被徽酒四金花占据，以茅五洋汾剑为代表的省外名酒占据了24%左右的份额。分价格带看，2021年安徽省800元以上高端白酒市场规模约40亿元；300-800元次高端市场规模约35亿元；100-300元中高端市场规模约120亿元；100元以下的低端白酒市场规模约105亿元。2021年安徽300元以下价格带占比75%，次高端市场还有较大的增量空间。安徽市场近期表现：大众消费价位带复苏持续，商务场景恢复在途。从市场表现看，年初直至今大众价位消费带受经济增速放缓的影响较小，尤其近期受益于家宴/升学宴/婚宴用酒需求，动销环比有所提升，展望中秋国庆，渠道反馈整体好于悲观预期，大流通名优酒偏好增长，打款意愿度较高，如茅台需求依旧旺盛，五粮液、剑南春等品牌畅销大单品备货节奏正常推进。古井反馈：整体增长稳定，销售节奏正常推进。1)回款/发货：截至8月中旬整体回款进度70%，合肥地区古井发货进度近半，对比往年略慢，全年节奏更均衡；2)批价：古5/古8/古16批价及终端成交价同比略有提升，古20省内外成交价有回落；3)库存：截至8月中旬库存基本和22年同期持平；4)动销：300元以下价位带表现更好：其中古5表现较优秀，古8/16增长速度较快，古5表现不错；5)公司动作：23年费用投入上主要增加部分宴席评比投入及扫码返利，整体与往年差异较小。迎驾反馈：省内消费氛围仍延续，整体反馈积极。1)回款：合肥市场H1回款接近60%，任务达成度较高，整体回款节奏与往年基本一致；

2) 批价: 上半年整体批价同比有上涨, 其中洞 6 同比有所下滑, 洞 9/16 价格相对稳定; 3) 库存: 月初合肥地区渠道库存 3M 左右。同比/环比有提升; 4) 公司动作: 预收款政策与去年基本一致, 今年给予渠道不定期费用, 保证渠道利润空间, 此外通过给予签订包量店业务人员奖励抢抓网点。三季度推进宴席考核, 重点考核洞 9 产品占比。风险提示: 宏观环境不及预期、疫情影响反复、食品饮料的需求恢复不及预期、食品安全问题。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

多肽产业链报告: GLP-1 多肽药物催化, 行业迎来拐点

多肽具有特异性好, 疗效突出, 安全性高, 免疫原性低, 透膜性好及成本相对较低等优势, 在治疗性药物中占据重要地位。多肽的合成仍以化学固相合成为主, 液相合成辅, 同时随着基因工程技术的引入, 生物合成法在大规模多肽合成中也慢慢开始出现。国内多肽产业链条齐备, 具有全球竞争优势, 上游的原材料、合成试剂等主要以昊帆生物、纳微科技为代表, 而国内多肽 CDMO 代表性企业有药明康德、凯莱英等, 凭借其优秀的研发能力、交付效率、合规管理体系等在多肽 CDMO 市场竞争中逐渐显现优势, 多肽原料药领域翰宇制药、诺泰生物和圣诺生物也布局完善, 而在上游的多肽合成试剂、色谱填料等领域, 昊帆生物、纳微科技和蓝晓科技具有先发优势。多肽药物市场空间广阔, 多肽原料药主要看重原研药专利到期, 多肽创新药主要看新品种放量和在减肥适应症上的应用。根据 Frost & Sullivan 数据, 2020 年全球肽类市场规模达 628 亿美元, 中国市场也有 85 亿美元, 市场空间庞大。以糖尿病领域的利拉鲁肽、司美格鲁肽、度拉糖肽和 Tirzepatide 等为代表的重磅产品其原研药 2022 年销售超 200 亿美元, 其中利拉鲁肽在中国专利已到期, 司美格鲁肽和度拉糖肽在中国的专利也将于 2026 年到期, 有望带来多肽仿制药的研发热潮。而随着司美格鲁肽的减肥适应症与 2021 年获批和 Tirzepatide 在减肥上表现的突出疗效, 多肽在减肥领域将有望实现放量。多肽产业链迎来行业上行周期。如何把握多肽产业链投资机会? 我们认为, 多肽药物产业链迎来发展良机, 从以下几个维度建议关注: 1. 多肽药物产量增加, 带动上游设备、耗材、合成试剂等需求量增长, 产业链上游建议关注: 昊帆生物、纳微科技、键凯科技和蓝晓科技等; 2. 多肽创新药研发变热, 多肽 CDMO 公司明显受益, 其中药明康德和凯莱英产业优势明显, 建议关注; 同时, 重磅多肽原研药专利到期也将促进多肽原料药企业的需求增长, 建议关注翰宇药业、诺泰生物、圣诺生物等; 3. GLP-1 多肽药物给下游制药企业带来需求, 重磅药物利拉鲁肽、司美格鲁肽和度拉糖肽陆续将专利到期, 建议关注相关品种提前布局企业, 建议关注华东医药、丽珠制药、双鹭药业等。风险提示: 经济增速或不及预期; 投融资不景气; 地缘政治冲突; 行业竞争加剧等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明
证券分析师: 徐梓煜)

环保行业点评报告: 《吉林省能源领域 2030 年前碳达峰实施方案》发布

投资要点 重点推荐: 洪城环境, 蓝天燃气, 新奥股份, 景津装备, 美埃科技, 盛剑环境, 高能环境, 仕净科技, 龙净环保, 光大环境, 瀚蓝环境, 凯美特气, 华特气体, 国林科技, 金科环境, 三联虹普, 赛恩斯, 天壕能源, 英科再生, 九丰能源, 宇通重工。建议关注: 昆仑能源, 重庆水务, 兴蓉环境, 鹏鹞环保, 三峰环境, 再升科技, 卓越新能。发改委发布碳达峰碳中和重大宣示三周年重要成果, 双

碳目标持续推进。2020年我国二氧化碳排放强度比2005年-48.4%，超额完成第一阶段承诺。“十四五”前两年，我国二氧化碳排放强度-4.6%，节能降碳成效显著。下一步将落实好碳达峰碳中和“1+N”政策体系，有计划分步骤实施好“碳达峰十大行动”，确保如期实现碳达峰碳中和目标。行业跟踪：1) 生物柴油：原料价格小幅上行，生柴价格持稳需求偏冷。2023/8/11-2023/8/17生柴均价7900元/吨(环比上周持平)，地沟油均价5964元/吨(环比上周+1.1%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利为806元/吨(环比上周+4%)。近期原料收集难度大加之降雨运输不畅，原料供应偏紧价格维持高位，生物柴油市场整体情绪偏冷清。2) 锂电回收：折扣系数回落盈利能力波动，期待供需格局优化盈利回升。2023/8/14-2023/8/18，三元黑粉折扣系数持平，锂/钴/镍系数均为72%。截至2023/8/18，碳酸锂22.5万(周环比-7.8%)，金属钴26.6万(-2.2%)，金属镍17.18万(+2.0%)。根据模型测算单吨废三元毛利-1.34万(-0.08万)。3) 2023M1-7 新能源渗透率同增1.68pct至6.36%，宇通重工23M7新能源销量加速。2023M1-7行业新能源环卫车销售3024辆(+26%)，盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源销量分别为1060/588/243辆，同比+34%/-14%/+86%，市占率35.05%/19.44%/8.04%，位列前三。其中宇通重工23M7单月新能源销量188辆，同比+116%，环比+198%，显著加速。4) 电子特气：整体行情弱势盘整，氩氦价格小幅上涨。2023/8/13-2023/8/19，氩气、氦气周均价5.93万元/立方米、689元/立方米(环比+2.34%、+2.12%)；氦气价格下探，周均价1219元/瓶(环比-1.40%)；氖气周均价295元/立方米(环比-8.02%)。现金流改善+市场化改革+核心资产盘活价值重估，重申环保3.0时代！行业经历粗放1.0时代(资金+政策驱动)、2.0时代(杠杆驱动)，进入高质量发展3.0时代(真实现金流+优质技术驱动)，估值体系重塑！1、优质资产价值重估:环保需求刚性稳定。进入运营期后资产负债表优化，现金流改善+定价&支付模式理顺。水:自由现金流改善提分红，价格改革c端付费接轨海外成熟市场估值存翻倍空间。【洪城环境】稳健增长，承诺2021-2023年分红率50%+，股息率ttm5.3%，2023年PE8X(估值日2023/8/18)。2、高质量发展中的环保独角兽:各产业高质量发展，配套环保需求进阶，产品壁垒铸就龙头地位和持续增长！a、压滤机:【景津装备】沙漠之花。显著护城河压滤机龙头。设备一体化+出海贡献新增长，2023年PE16X，PEG0.6(估值日2023/8/18)，2022年加权ROE23%，现金流优。b、半导体治理:刚需高壁垒，国产化率提升+突破高端制程。【美埃科技】洁净室过滤器，高端制程突破+耗材占比提升。【盛剑环境】废气在线处理，2021年国产化率10%+。3、双碳持续推进:CCER重启在即，新政强化供给约束，长期碳市场向非电扩容。【高能环境】再生资源；【仕净科技】最经济的水泥碳减排；【龙净环保】紫金绿电+储能。最新研究:龙净环保:紫金入主盈利质量提升，绿电&储能实现从0到1突破。洪城环境:业绩稳健增长，优质运营资产迎价值重估。华特气体:需求复苏日趋明朗，持续丰富产品结构，培育新业绩增长点。九丰能源:清洁能源盈利稳定，能源服务&特气业务快速发展。风险提示:政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。(证券分析师:袁理 证券分析师:陈致文)

推荐个股及其他点评

安图生物(603658): 2023年中报点评: 短期业绩承压, 看好化学发光

投资要点 事件: 公司发布 2023 中报, 2023 上半年实现营收 21.08 亿元(+1.8%, 括号内为同比增速, 下同); 归母净利润 5.46 亿元(+2.3%); 扣非归母净利润 5.27 亿元(+4.3%); 经营性现金流净额 5.36 亿元(-5.8%), 业绩略不及预期。 短期受到疫情影响, Q2 开始加速恢复: 单季度看, 2023Q2 公司实现营收 10.71 亿元(+3.1%), 归母净利润 3.04 亿元(+3.6%)。公司分子业务在新冠疫情后需求下降对业绩造成一定影响。 长期高研发投入, 产品释放顺利: 研发能力是公司根基, 2023 上半年研发费用 3.11 亿元(+23.03%), 研发费用率 14.8%; 截至 2023 年 6 月底, 公司已获得产品注册证 681 项(2023 上半年或证 30 项), 并取得了 449 项产品的欧盟 CE 认证。2022 年公司多款新设备上市, 包括流水线 Autolas X-1 Series、新一代高通量化学发光免疫分析仪 Autolumo A6000、全自动生殖道分泌物分析仪 AutowoMo W500 等, 不断提供增长动力。试剂方面, 随着公司随着甲流、乙流、合胞等 10 个试剂盒上市销售, 分子业绩有望加速成长。流水线加速铺设: 截至 2023 上半年, 公司流水线项目已铺设 133 套, 其中 Autolas X-1 系列流水线累计装机 19 套, Autolas A-1 系列流水线累计装机量 114 套。 盈利预测与投资评级: 考虑到行业反腐影响, 我们将公司 2023-2025 年归母净利润的盈利预测从 14.65/17.99/21.92 下调至 13.36/16.29/20.04 亿元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 估值为 21/17/14 倍, 基于 1) 2023 年院端加速恢复; 2) 看好发光业务, 我们维持“买入”评级。 风险提示: 新产品研发进度不及预期, 化学发光装机不及预期, 疫情超预期发展等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明
证券分析师: 徐梓煜)

爱博医疗 (688050): 2023 年中报点评: 业绩符合我们预期, 新品进入收获期

投资要点 业绩分析: 公司 23H1 实现收入 4.07 亿元(+49.04%, 同增, 下同), 归母净利润 1.63 亿元(+32.12%), 扣非归母净利润 1.53 亿元(+36.30%), 23H1 毛利率 83.15%, 净利率 38.99%, 业绩符合我们预期。 人工晶体恢复明显, 角膜塑形镜快速增长: 手术治疗产品中, 23H1 “普诺明”等人工晶状体实现收入 2.45 亿元(+37.88%), 境外人工晶状体收入同比增长为 115.75%。近视防控产品中, 23H1 “普诺瞳”角膜塑形镜实现收入 1.06 亿元(+38.97%)。 加大研发及销售投入, 新品上市推广顺利: 23H1 公司研发费用 0.42 亿(+56.25%), 23H1 销售费用 0.75 亿, 同比增长 97.79%。23H1 视力保健产品(包括离焦镜、隐形眼镜、接触镜护理产品等)收入同比增长 402.84%, 对营业收入贡献超过 11%。此外, 公司于 2022 年 3 月新设的子公司爱博上海加强了市场开拓, 23H1 加大隐形眼镜、护理产品销售和备货。 盈利预测与投资评级: 考虑到下半年公司加强市场推广, 销售费用提升, 我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 3.35/4.74/6.59 亿元调整为 3.23/4.39/6.08 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 53/39/28 倍。公司新品进入收获期, 第二增长曲线打开, 维持“买入”评级。 风险提示: 手术量恢复不及预期, 市场竞争加剧, 人工晶体集采降幅超预期风险

(证券分析师: 朱国广)

恒力石化 (600346): 2023 年半年报点评: 盈利先于估值修复, 把握底部布局良机

投资要点 事件: 公司发布 2023 年半年报, 实现营收 1095 亿元, 同比-8%, 实现归母净利润 30.5 亿元, 同比-62%, 实现扣非归母净利润 22.7 亿元, 同比-69%, 中报业绩符合预期。其中 23Q2 单季度, 实现

归母净利润 20.3 亿元，同比-47%、环比+99%，实现扣非归母净利润 16.9 亿元，同比-49%、环比+190%。大炼化进入业绩修复通道，估值性价比凸显：1) 截至 8 月 18 日，汽油/柴油/PX/纯苯/聚乙烯/聚丙烯较原油价差分别处于近五年 83%/75%/76%/73%/5%/4%分位，其中成品油和芳烃率先进入景气周期，烯烃盈利触底，后续随着淡季结束也有望进入回升通道；2) 与此同时，公司 PB 仍处于近五年 1%分位，估值修复明显滞后于价差表现。站在当前时点，我们认为本轮炼化周期的底部已经确立，龙头企业有望在周期修复和产能扩张中，迎来新一轮的业绩上升期，而估值端尚未对此进行定价，大炼化配置的性价比已经凸显。旺季行情渐近，长丝板块迎来向上弹性：23Q3 以来，长丝呈现淡季不淡行情。截至 8 月 17 日，涤纶长丝与下游织机开工率分别达 86%/63%，较去年同期+22pct/+18pct，均处于年初以来高位。同时 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 13.0/18.3/24.4 天，仍处于近五年中低位。向后看，金九银十开启在即，国内纺服和出口需求边际改善，长丝有望迎来量价齐升。康辉分拆价值重估，新材料布局未来可期：康辉新材是公司新材料业务的核心载体，分拆上市有利于推动康辉独立融资和估值提升。截至 2022 年底，康辉新材合计拥有 38.6 万吨 BOPET、24 万吨 PBT、3.3 万吨 PBAT 产能。2023 年起康辉将进入集中投产期，其中苏州汾湖基地 80 万吨聚酯薄膜项目已于 23Q1 逐步投产，大连长兴岛基地 45 万吨可降解塑料项目已于 23Q2 逐步投产，另外营口和南通基地还规划了 34.4 亿平米的锂电隔膜项目，其中营口基地首条产线已于 23 年 6 月投产。除此之外，康辉还拥有六条复合集流体基膜生产线和 2.4 万吨/年光伏背板基膜产能，其中 4.5 μm 复合铜箔基膜试样工作正在持续推进。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 70、123、159 亿元，按 2023 年 8 月 22 日收盘价计算，对应 PE 分别 14.4、8.3 和 6.4 倍。大炼化盈利持续改善，新能源材料加速推进，维持“买入”评级。风险提示：需求复苏不及预期、分拆进度不及预期、原材料价格波动

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢)

恒逸石化(000703)：2023 年半年报点评：海外炼油景气回升，看好长丝向上弹性

投资要点 事件 1：公司发布 2023 年半年报，实现营收 643 亿元，同比-19%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比-96%，实现扣非归母净利润 0.7 亿元，同比-96%，中报业绩符合预期。其中 23Q2 单季度，实现归母净利润 0.4 亿元，同比-96%、环比+18%，实现扣非归母净利润 0.7 亿元，同比-94%、环比+724%。事件 2：公司发布第五期员工持股计划，拟筹集资金总额不超过 7 亿元，控股股东同步成立专项计划，拟增持金额不超过 3 亿元。旺季行情渐近，看好涤纶长丝向上弹性：23Q3 以来，长丝呈现淡季不淡行情。截至 8 月 17 日，涤纶长丝与下游织机开工率分别达 86%/63%，较去年同期+22pct/+18pct，均处于年初以来高位。同时 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 13.0/18.3/24.4 天，仍处于近五年中低位。向后看，金九银十开启在即，国内纺服零售和出口需求或边际改善，长丝产业链有望迎来量价齐升。芳烃维持高景气，出行旺季背景下成品油价差持续攀升：1) 年初以来，受调油需求和聚酯链高开工支撑，芳烃盈利持续改善。截至 8 月 18 日，PX/纯苯较石脑油价差分别为 395/274 美元/吨，处于近五年 75%/77%分位。2) 受俄油出口回升等因素影响，Q2 期间东南亚成品油价差环比回落，但进入 Q3 以后，海外出行旺季全面开启，成品油库存边际回落，带动裂解价差持续改善。截至 8 月 18 日，东南亚汽油/柴油/航煤裂解价

差已回升至 16/34/33 美元/桶，分别处于 90%/86%/90%分位。向后看，全球高温天气延续，成品油需求支撑仍存，价差中枢有望维持中高位。涤纶双链并行，在建项目有序推进：1) 炼化方面，文莱二期项目建设现已获得文莱政府的初步审批函。2) 聚酯方面，宿迁逸达一期 30 万吨短纤已于 23 年 5 月投产，海南逸盛 180 万吨瓶片和 250 万吨 PTA 预计于 23 年内投产。3) 锦纶方面，广西恒逸 120 万吨己锦一体化项目已于 5 月正式开工，该项目采用公司自主研发的气相重排技术，具有绿色、清洁、高效等特点，有望进一步提升公司锦纶产业链的竞争力。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 15、22 和 28 亿元，按 2023 年 8 月 22 日收盘价计算，对应 PE 分别 17.8、11.9 和 9.7 倍。海外炼油景气回升，长丝旺季行情开启，维持“买入”评级。风险提示：海外经济衰退、投产进度不及预期、原材料价格波动

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦楨)

片仔癀 (600436)：2023 中报点评：片仔癀提价后稳健增长，安牛销售高速增长

投资要点 事件：公司 2023 年上半年实现营业收入 50.45 亿元(+14%，较 2022 年同比增长 14%，下同)；归母净利润 15.41 亿元(+17%)；扣非归母净利润 15.77 亿元(+20%)；单季度来看，2023Q2 实现营收 24.16 亿元(+16%)；归母净利润 7.71 亿元(+23%)；扣非归母净利润 8.07 亿元(+26%)。公司业绩保持稳步增长，符合预期。深耕系列大单品，稳价稳量保增长：1) 肝病领域 1H23 实现收入 22.51 亿元(+14%)，主要系核心产品片仔癀锭剂零售价格涨价 28.8%。2) 心脑血管疾病领域，片仔癀牌安宫牛黄丸(双天然品规、天然麝香(体培牛黄)品规)均已成功推向市场，带动该领域 1H23 实现收入 1.96 亿元(+59%)，预计 2023 年片仔癀牌安宫牛黄丸成为超 2 亿大单品，明年持续保持高增长。3) 化妆品及日化品业务 1H23 实现营收 2.7 亿元(-21.9%)。公司推进新品开发和老品升级，甄选“两膏”(皇后牌片仔癀珍珠膏、御容臻致珍珠膏)“两霜”(片仔癀牌雪肌无瑕润白雪融霜、皇后牌片仔癀珍珠霜)作为新增长点，打造爆品，未来有望带动业绩增长。公司积极推动控股子公司片仔癀化妆品上市，目前正在梳理 IPO 尽职调查，推进股份制改造流程，拟拆分上市激发新活力。毛利率影响可控，销售费用率下降，创新研发持续加码。毛利率受原材料上涨影响略有下降，公司积极应对，影响可控。肝病用药毛利率为 77.71%(-2.9pct，较 2022 年同比下滑 2.9 个百分点，下同)，降幅较少是得益于片仔癀锭剂提价，有效对冲原材料上涨；心脑血管疾病用药毛利率 40.15%(-7.5pct)，主要系天然牛黄等原材料价格上涨影响。1H23 销售费用率 4.84%(-1.48pct)，主要系促销、业务宣传及广告费用下降。公司 1H23 持续加大研发投入，研发费用率 2.30%(-0.19pct)。持续推进以片仔癀为核心的优势品种二次开发；加快新药研发，有 3 个化药 1 类新药、3 个中药 1.1 类新药和 1 个中药 1.2 类新药进入临床研究阶段，用于治疗轻、中度广泛性焦虑障碍的中药新药取得 II 期临床总结报告。盈利预测与投资评级：考虑到原料上涨对利润的影响等原因，我们将公司 2023-2025 年归母净利润预测从 34.01/42.40/52.13 下调至 32.23/39.03/47.39 亿元，当前市值对应 PE 分别为 52/43/36 倍。维持“买入”评级。风险提示：产品价格上调后销量下滑的风险，原材料成本上涨高于预期，政策风险，新产品放量不及预期，子公司上市不及预期风险等。

(证券分析师：朱国广)

鲁泰 A (000726): 2023 年中报点评: 需求疲软致业绩承压, 下半年有望逐步改善

投资要点 公司公布 2023 年中报: 23H1 营收 28.40 亿元/yoy-14.71%、归母净利润 2.22 亿元/yoy-43.74%、扣非归母净利 1.92 亿元/yoy-47.53%, 业绩承压主要受到海外需求偏弱+终端客户去库以及去年基数较高影响, 净利降幅高于收入主要系毛利率下滑所致。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别同比-12.77%/-16.46%、归母净利分别同比-39.92%/-46.33%、扣非归母净利分别同比-62.65%/-38.43%, 环比看 Q2 在高基数下收入同比降幅有所扩大, 但扣非归母净利降幅有所收窄。衬衣产品稳健增长、销量下滑致面料承压, 外销收入回落。1) 分产品看, 23H1 面料/衬衣营收分别同比-20.76%/+10.96%、占比分别为 68%/25%, 面料收入下滑较多。拆分量价, 面料销量/单价(以人民币计)分别-24.7%/+4.2%、售价提升主要受益于人民币贬值, 衬衣销量同比提升、售价小幅下降。2) 分地区看, 23H1 外销/内销收入同比分别-17.63%/-9.14%、占比分别为 63%/37%, 其中日韩地区增速为正、明显好于东南亚及欧美等市场, 下游欧美品牌客户订单压力仍较大。23H1 产能利用率下滑、棉花成本提升拖累毛利率, 人民币贬值抵消部分负面影响。23H1 毛利率同比-3.66pct 至 21.35%, 其中分季度看 Q1/Q2 毛利率同比分别-3.62/-3.67pct, 分产品看面料/衬衣毛利率同比分别-6.11/+0.69pct。面料毛利率下滑较大。毛利率波动主要受到如下因素影响: 1) 产能利用率下滑: 23H1 面料/服装产能利用率分别同比-17pct/-1pct。受面料外需偏弱、订单不足影响, 公司面料产能利用率降幅较大, 开机率不足致使单位成本提升。2) 棉花成本同比提升 11.9%: 虽 23 年以来国际长绒棉均价同比呈下滑, 但由于公司仍有部分高价棉储备, 成本同比提升。3) 23 年以来人民币贬值超 5%, 公司海外营收占比高达 63%, 汇率下降使产品人民币单价相应提升, 抵消部分毛利率下滑的负面影响。展望下半年订单有望逐季改善, 产能建设稳步推进。目前海外品牌去库进程较为顺利, Q2 接单量较 Q1 环比增约 20%、逐月看订单有所好转。随下半年品牌去库进程渐近尾声, 订单有望延续改善态势。产能方面, 公司海外 3000 万米高档色织面料建设较为顺利、预计 11 月中逐步开始试生产, 2000 万米针织面料产能储备丰富、23 年预计增 10%、未来有望逐步达产, 3500 万米功能性面料由于基数较低、呈翻倍增长、仍与设计产能有一定差距, 技术突破攻关后有望贡献较大业绩弹性。盈利预测与投资评级: 公司为全球色织布龙头, 22 年下半年以来外需降温叠加下游品牌去库对公司订单影响虽相对滞后、但亦有所承压, 叠加去年高基数导致上半年业绩压力较大。但 23Q2 以来趋势已呈环比逐月改善, 下半年随品牌去库进入尾声, 行业景气度回升、公司积极开拓欧美新客户、订单有望逐步改善。考虑目前海外品牌仍处于去库阶段、外需较弱, 公司订单仍较为承压, 我们将 23-25 年归母净利润预测由 9.7/11.0/12.4 亿元下调为 6.1/7.9/9.0 亿元, 对应 PE 为 10/7/7X, 估值仍较低, 维持“买入”评级。风险提示: 国内外需求复苏不及预期、汇率及棉价波动等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原 研究助理: 郝越)

志特新材 (300986): 2023 年中报点评: 行业景气承压, 利润率有待修复

投资要点 事件: 公司披露 2023 年中报, 上半年实现营业总收入 10.12 亿元, 同比增长 29.4%, 实现归母净利润 3554 万元, 同比下降 49.8%; 其中 Q2 单季度实现营业总收入 6.32 亿元, 同比增长 21.6%, 实现归母净利润 3370 万元, 同比下降 48.6%。Q2 收入增速有所回落, 海

外业务和装配式构件表现亮眼。上半年营收较快增速主要得益于国际铝模和装配式 PC 构件业务大幅增长以及国内铝模租赁平稳增长，其中铝模/防护平台/装配式预制件分别实现收入 6.58 亿元/0.86 亿元/1.27 亿元，分别同比增长 22.3%/13.1%/84.7%，防护平台增速较慢主要是广东省住建厅发布对防护平台建筑施工技改要求影响出租率。Q2 单季度营收同比+21.6%，较 Q1 放缓 23.2pct，预计主要因地产业新开工、施工体量下滑导致国内铝模需求持续承压以及去年同期基数升高。Q2 毛利率环比改善，但费用投入延续扩张，利润率有待修复。(1) 公司上半年整体毛利率为 26.7%，同比下降 5.0pct，环比 2022H2 下降 3.7pct，其中铝模/防护平台/装配式预制件毛利率分别为 31.4%/4.0%/19.0%，分别同比降 5.5/降 3.9/升 2.2pct，环比 2022H2 降 0.1/降 18.7/降 2.9pct。预计铝模板毛利率的下降主要因为需求承压叠加行业竞争加剧导致租赁价格下降，防护平台毛利率下滑幅度较大主要因出租收入减少且成本按照年限计提折旧。Q2 单季度毛利率为 28.3%，同比下降 4.3pct，但环比回升 4.2pct，预计主要得益于铝模租赁价格企稳以及防护平台出租率回升，后续毛利率有望底部修复。(2) 公司 Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.9%/5.2%/5.5%/2.9%，同比分别增加 1.3/0.9/1.2/1.1pct，销售费用率增加主要因营销人员薪酬和现场服务费增加，管理费用率增加主要因将厂内闲置防护平台对应的折旧计入管理费用，财务费用率增加主要因新发可转债确认利息成本。(3) 公司 Q2 单季净利率为 6.4%，同比-6.6pct，环比回升 6.6pct。经营现金流承压，但固定资产周转率同比改善。(1) 公司 2023 年上半年收现比为 79.5%，同比下降 5.2pct，主要受到应收账款回收周期延长的影响，公司 2023 年中报应收账款周转天数为 194 天，同比增加 67 天。(2) 但上半年固定资产周转率为 0.61 次，同比增加 0.06 次，反映存量铝模等资产利用效率改善。(3) 中报合同负债为 1.91 亿元，环比基本持平，反映在手订单仍有一定支撑。(4) 中报负债率为 64.9%，环比小幅增加 1.9pct。盈利预测与投资评级：铝模板景气受地产下行压力影响，有待行业供给侧进一步出清。公司上市后加速国内外布点、扩张产能，延伸爬架、PC 构件等品类，但地产超预期下行导致利润表和现金流阶段性承压，考虑到公司信息化系统赋能下精细化管理能力、客户服务能力位居业内优秀水平，若行业需求回暖或供给侧加速出清，公司收入增速和利润率有望回升。基于铝模板租赁市场景气承压，公司费用投入阶段性扩张，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.46（下调 37%）/1.90（下调 36%）/2.53（下调 35%）亿元，8 月 21 日收盘价对应市盈率 29/23/17 倍，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争程度超出预期、地产信用风险暴露、海外业务发展不及预期的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源)

台华新材 (603055)：2023 年中报点评：Q2 收入增长提速，扣非净利大幅改善

投资要点 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 21.97 亿元/yoy+7.24%、归母净利润 1.83 亿元/yoy-23.52%、扣非归母净利润 1.23 亿元/yoy-28.13%，高基数下收入端仍实现正增，利润下滑主因毛利率下降所致。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比+2.67%/+11.16%、归母净利分别同比-35.10%/-12.85%、扣非归母净利分别同比-68.32%/+15.93%，Q2 订单逐渐回暖、营收增长提速，营收规模为单季历史次高水平，归母净利下滑主因公司非经损益同减 2899 万元、剔除后扣非归母净利同比增速回正。整体需求逐步回暖、差异化锦纶长丝盈利稳定。疫情放开后 23H1 需求逐步回暖，公司整体订单边际向好。分产品看：1) 锦

纶长丝：23H1 子公司嘉华尼龙（主要负责锦纶长丝生产销售）收入 14.11 亿元/yoy+8.4%、净利润 1.38 亿元/yoy-16.9%、净利率 9.8%/yoy-2.8pct，收入增速较好、利润受低价策略影响有所回落。常规产品低价策略下有所承压，Q2 受益于下游防晒衣等户外服装销量大幅增长、需求亦边际好转、量价环比均有所提升；高附加值差异化产品锦纶 66、再生锦纶需求及盈利能力仍较为稳定、维持较高水平。2) 坯布及面料：产品价格仍承压，整体经营逐渐改善。 盈利能力同比承压、逐季改善，非经损益对净利影响较大。1) 毛利率：23H1 同比-3.45pct 至 21.16%，同比下滑幅度较大主要系公司实行降价策略致价格下降，叠加能源价格、人工成本等生产成本提升幅度较大所致。分季度看 Q1/Q2 毛利率分别同比-6.02/-1.28pct，盈利能力呈边际改善，后续随下游需求回暖+品牌去库推进，毛利率有望继续回升。2) 期间费用率：23H1 同比-0.68pct 至 12.41%，费控良好、整体变动不大。3) 其他损益项目：①23H1 政府补助 10550 万元、同比增加 1799 万元、增厚利润；②公允价值损失同比减少 3295 万元（主因公司购买设备锁汇亏损）、冲减部分利润。4) 归母净利率：综合上述变化，23H1 归母净利率同比-3.35pct 至 8.34%、扣非净利率同比-2.75pct 至 5.58%。 盈利预测与投资评级：公司为国内民用锦纶 66 龙头，有望充分分享锦纶 66 行业扩容历史性机遇。22 年下半年需求疲软导致业绩承压，23Q1 需求逐渐回暖、收入率先恢复正增长，4 月以来受下游防晒等需求增长带动、锦纶长丝行业开工率恢复至较高水平，公司 Q2 收入增速进一步提升、盈利能力环比持续修复，但由于下游仍处去库进程、公司 22Q4 以来实行的常规产品降价策略导致盈利能力同比仍承压。目前淮安新增产能投产进度稳步推进，我们预计随下游消费回暖+品牌去库推进，23 年复苏趋势明确、业绩有望逐步兑现。考虑到非经损益具有不确定性，我们将 23 年归母净利润由 5.0 亿元下调至 4.5 亿元、维持 24-25 年 7.4/9.3 亿元的预测、对应 23-25 年 PE 为 21/13/10X，24 年淮安项目投产后业绩弹性较大，维持“买入”评级。 风险提示：需求疲软，产能扩张不及预期，锦纶 66 市场扩容不及预期，原材料价格大幅波动等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越）

箭牌家居（001322）：2023 年半年报点评：智能坐便器加速渗透，推广力度加大短期盈利水平承压

投资要点 事件：公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 34.34 亿元，同比+3.84%；归母净利 1.71 亿元，同比-28.24%。其中，Q2 公司实现营收 23.24 亿元，同比+6.69%；归母净利 1.68 亿元，同比-20.84%。 轻智能产品快速推广带动智能坐便器加速渗透。分产品看，23H1 公司卫生陶瓷产品实现营收 16.71 亿元，同比+9.70%，龙头五金 9.48 亿元，同比+4.79%，主要卫浴产品仍然保持稳健增长。2023H1 公司智能坐便器销售数量同比增长 37.15%，收入同比增长 13.84%，占公司营业收入比例为 20.01%，同比增加 1.75 个百分点。公司通过轻智能产品的快速推广，降低了智能化产品消费的门槛，加速了产品渗透率的提升，智能马桶销量也取得快速增长。分模式看，23H1 公司经销模式收入(包括经销零售、电商、家装及工程)同比+1.07%；直销模式（主要为直营电商及直营工程）同比+26.82%。分渠道看，23H1 经销零售（门店）同比下滑 1.33%，电商渠道同比增长 15.01%，家装渠道同比增长 13.01%，工程渠道同比下降 1.22%，电商及家装渠道快速增长，零售渠道阶段性承压。 公司加大产品促销力度扩展市场份额致毛利率降低，持续推动降本增效。2023H1 公司销售毛利率

29.44%，同比下降 5.4 个百分点，主要系 23H1 公司将扩大市场份额作为工作重心，产品促销力度较大从而影响力毛利率水平。分产品看，23H1 卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具毛利率分别为 29.58%/27.85%/28.12%，同比分别变动-7.54/-4.77/-6.44 pct。分渠道看，经销/零售渠道毛利率分别为 27.92%/37.57%，同比分别变动-6.22/-2.05pct。期间费用率方面，公司持续进行降本增效，23H1 期间费用率合计 22.02%，同比下降 2.2 个百分点，其中销售费用率同比下降 1.04 个百分点，主要系销售人员职工薪酬及经销商补贴减少。经营性现金流大幅改善。2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.79 亿元，同比+128.08%，主要系本期经营性现金流入金额增加，以及应付票据兑付金额减少所致。1) 收现比：23H1 公司收现比 109.34%，同比+6.43pct；2) 付现比：23H1 公司付现比 101.83%，同比-29.78pct。盈利预测与投资评级：公司是国内卫浴龙头，在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售套系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。考虑到公司目前以扩大市场份额为重心，毛利率水平受到一定影响，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.17/7.78/9.37 亿元（前值为 7.07/8.53/9.97 亿元），对应 PE 分别为 28X/22X/18X，维持“增持”评级。风险提示：下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：任婕）

海螺水泥（600585）：2023 年中报点评：水泥盈利探底企稳，产业链延伸积极推进

投资要点 事件：公司披露 2023 年中报，实现营业收入 654.4 亿元，同比+16.3%，归母净利润 64.7 亿元，同比-34.3%，其中二季度实现营业收入 340.7 亿元，同比+10.6%，归母净利润 39.2 亿元，同比-20.3%，基本符合我们的预期。上半年水泥量稳价降，非水泥及海外相关业务表现亮眼：（1）23H1 公司水泥及熟料自产品销量 1.30 亿吨，同比+1.8%，测算单吨均价 305 元，同比下降 43 元；上半年全国水泥产量同比+1.3%，公司销量表现与行业基本一致，继续稳定市场份额，均价受需求低迷、旺季价格表现弱于季节性规律的影响；（2）水泥及熟料自产品实现吨毛利 81.5 元，同比-35.3 元，降幅小于均价，主要是得益于自产品吨成本同比下降 7.8 元，其中煤炭成本及煤电耗同比降低带动燃料及动力吨成本同比下降 7.1 元；（3）骨料、商混分别实现营业收入 16.9/9.8 亿元，分别同比+116.8%/+12.6%，毛利率分别为 57.6%/12.6%；公司在做强做优水泥主业的基础上积极延伸产业链，23H1 新增骨料/商混产能 2160 万吨/780 万方，新增光储发电装机容量 38MW；（4）海外项目公司收入同比+14.3%、销量同比+4.9%，海外运营质量稳步提升。期间费用率稳定，费用管控成效显著，吨综合净利环比改善：（1）23H1 公司期间费用率为 7.1%，同比-0.2pct，销售/管理/研发/财务费用率分别-0.2/持平/-0.4/+0.4pct，对应水泥及熟料自产品吨期间费用为 36 元，同比+4 元。研发费率下降主要是节能提效技术研发投入同比减少所致，财务费用净收益减少主要是由于公司存量资金同比减少叠加市场利率持续下行；（2）23H1 水泥及熟料自产品吨综合净利为 52 元，同比-27 元，环比 22H2+14 元，测算 23Q2 吨综合净利环比 23Q1 有所回升。现金流水平表现优秀，资本开支力度放缓：（1）23H1 实现经营活动净现金流 50.8 亿元，同比+13.6%，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 66.5 亿元，

同比-60.2%，资本开支力度明显放缓；（2）中报公司带息债务余额为238.7亿元，环比一季度末+15.3亿元，资产负债率为19.3%，环比一季度末+0.8pct。行业景气阶段性底部确认，逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升。淡季水泥价格经历连续回落后，已处高成本企业现金成本线附近，短期行业供给主动收缩的力度在加强，行业自律改善，价格也有望确认阶段性底部，但反弹动力有待需求改善的支撑。中期来看，随着政治局会议强化逆周期调节力度，基建增量政策有望落地，支撑实物需求，叠加旺季需求季节性回暖，盈利迎来底部回升。盈利预测与投资评级：公司在下行期彰显成本领先等综合优势，产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥企业市净率估值处于历史底部，随着阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，龙头企业估值有望迎来修复。基于地产投资缓慢修复，我们调整公司2023-2025年归母净利润至146.8/173.4/184.9亿元（前值为163.5/203.9/219.1亿元），8月21日收盘价对应市盈率为9.2/7.8/7.3倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；产业链上下游扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

金斯瑞生物科技(01548.HK)：2023H1半年报点评：业务能力不断提升，短期扰动不改长期逻辑

投资要点 事件：根据公司公告，公司2023年上半年实现营业收入3.91亿美元（+26.4%，同比增长，下同），其中非细胞疗法业务收入为2.82亿美元（+13.8%），细胞疗法业务收入为1.10亿美元（+76.9%）；公司毛利约为1.75亿美元（+3.9%），归母净利润为-2.46亿美元，经调整净亏损约为1.62亿美元，业绩符合预期。非细胞疗法业务维持稳健增长，细胞疗法业务商业化快速放量带动业绩快速增长：分业务看，2023年上半年：1）生命科学业务实现对外营业收入1.99亿美元（+16.6%），除税前利润为0.32亿美元（+17.8%）；2）生物制剂开发，即蓬勃生物实现对外营业收入0.65亿美元（+7.0%），除税前利润为0.47亿美元，相较去年同期转亏为盈；3）工业合成业务，即百斯杰实现对外营业收入0.18亿美元（+8.9%），除税前利润为0.01亿美元（-3.4%）；4）细胞疗法业务，即传奇生物实现对外营业收入1.10亿美元（+76.9%），除税前利润为-3.11亿美元，亏损同比有所扩大，主要系商业化产品CARVYKTI研发投入加大和产品商业化早期产能建设增加所致。能力持续提升支持业务长期发展，各业务条线蓄势待发：生命科学业务在产能扩建的同时，依托自动化和规模化效应，加强基因到抗体/蛋白的协同能力，在巩固基因合成领先地位的同时，依托突出的研发能力发掘行业新兴机遇。蓬勃生物短期受投融资影响新增项目同比略减，但平台持续优化，公司药物发现平台实现技术革新，项目交付时效性、一站式ADC发现解决方案能力、重组蛋白产量等各方面都实现了能力提升。百斯杰成功实现创新性产品——洗涤酶制剂的早期商业化，同时也在探索新机遇，包括甜味剂、血红蛋白等产品的合成生物学法合成。传奇生物已提交CARVYKTI在多发性骨髓瘤前线适应症的申请，针对小细胞肺癌的细胞疗法LB2102成功获得了FDA授予的孤儿药认定。各业务条线能力不断提升，有助于增强公司长期核心竞争力，在投融资等外部环境改善下将有望助力业绩快速增长。盈利预测与投资评级：业绩符合预期，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测，分别为-1.80/-1.14/-0.18亿美元。由于公司蓬勃生物和百斯杰仍处于建设期，且细胞疗法业务已进入商业化早期的快速

放量阶段，成长性强，维持“买入”评级。风险提示：订单交付不及预期；产品研发失败风险；产品销售不及预期；汇兑损益风险等

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明)

华润啤酒 (00291.HK): 2023 半年报点评: 业绩符合预期, 结构化升级加速

投资要点 事件: 公司发布 2023H1 半年报, 实现营业收入 238.7 亿元 (yoy+13.6%), EBIT 为 62.5 亿元 (yoy+21.1%), 归母净利润 46.5 亿元 (yoy+22.3%)。啤酒业务量价齐升, 结构化升级加速, 喜力表现亮眼。公司 2023H1 啤酒业务收入 228.9 亿元 (yoy+9.0%), 其中销量与吨价均实现同比 4.4% 增长。收入增速略低于我们预期, 我们认为与上半年线下餐饮等消费场景复苏不及预期有关。分区域来看, 公司东区/中区/南区营收分别同比+7.1%/8.2%/9.9%。分产品结构来看, 公司次高端及以上产品加速全国化布局, 2023H1 销量同增 26.4%, 其中 SuperX 和纯生销量均达成双位数增长, 喜力品牌同比增长接近 60%, 表现亮眼。次高端及以上产品销量占比整体提升 3.8pct 至 22%。次高端及以上产品快速增长&成本压力下行驱动利润率提升。2023H1 公司整体毛利率达 46.0% (yoy+3.8pct), 其中啤酒业务毛利率为 45.2% (yoy+2.9pct), 受益于次高端及以上高价产品占比提升、包材成本下降缓解整体原材料价格提升压力, 毛利率提升显著。2023H1 销售费用率为 16.4% (yoy+1.1pct), 主要系持续推进高端化战略, 营销活动增加所致。2023H1 管理费用率同比微增 0.2pct。白酒业务调整逐步落地, 中长期啤白战略持续推进, 成果可期。2023H1 公司白酒业务营收 9.8 亿元 (yoy-51.2%), 主要系公司内部业务梳理与调整有关, 该业务实现 EBIT 为 7100 万元, EBIT 率为 7.3%, 据我们测算, 剔除无形资产摊销后 EBIT 为 4.0 亿元, 经调 EBIT 率达 40% 以上, 白酒业务盈利能力显著, 金沙品牌库存持续下降, 调整逐步落地。“啤白双赋能, 白白共成长”是公司与其他酒企不同的理念, 我们看好公司内部经营管理持续优化与业务中长期成长性。盈利预测与投资评级: 2023 年 H1 公司经营表现符合预期, 我们微上调 2023~25 年归母净利润 52.8/63.3/72.1 亿元(2023~25 年 CAGR 为 16.9%, 前值为 52.4/63.3/71.5 亿元), 三年对应动态 PE 为 25/21/19 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动, 市场竞争加剧, 原材料成本大幅上升, 结构化升级不及市场预期。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 李昱哲)

天味食品 (603317): 2023 年半年度业绩点评: 定制餐调加速恢复, 业绩基本符合预期

投资要点 公司发布 2023 年半年报: 2023H1 公司实现营业收入 14.26 亿元, 同比+17.42%, 归母净利润 2.08 亿元, 同比+25.1%, 扣非归母净利润 1.78 亿元, 同比+21.8%。2023Q2 公司实现营业收入 6.6 亿元, 同比+13%, 归母净利润 0.8 亿元, 同比+21%, 扣非归母净利润 0.59 亿元, 同比+22%。公司收入低于预期, 利润符合预期。强化费用控制, 23Q2 盈利能力提升: 23Q2 公司实现毛利率 31.1%, 同比-3.4pct, 我们预计毛利率下降主因毛利率较低的定制餐调 23Q2 占比提升, 同时 C 端需求较弱下公司加大了货折促销力度。23Q2 公司销售/管理/研发费用率分别为 11.4%/8.2%/1.4%, 同比-6.6/+2.5/-0.01pct, 销售费用率同比下降或因公司强化费用控制, 提高了费用转化效率, 管理费用率同比增加主因公司股份支付费用增加。综合来看 23Q2 公司归母净利润率 12.1%, 同比+0.8pct, 盈利能力持续优化。23Q2 定制餐调恢复较好, 并购推动电商高增: 分品类, 23Q2 公司火锅底料/中式菜品调料/鸡精/香辣酱分别同比+7.6%/+21.6%/-25%/-26.5%, 火锅底料稳健增

长，我们预计中调高增或因定制餐调恢复较好，小龙虾料同比略有增长。分渠道，23Q2 公司经销商/定制餐调/电商分别同比+0.7%/+44.2%/+124.9%，我们认为经销商渠道增速较慢主因 C 端消费力不足，定制餐调渠道 23Q2 加速增长或因疫后 B 端恢复较好，电商渠道表现亮眼或因 23Q2 公司并购线上中小 B 复调头部企业食萃食品。深化渠道改革，持续推进优商扶商策略：23Q2 公司西南/华中/华东/华北地区收入同比增速分别+19%/+20%/+13%/+9%，公司持续梳理经销商团队，23Q2 公司经销商较 2022 年末减少 109 家，其中西南/华东地区分别减少 52/13 家。公司持续推进“聚焦大客户，打造大终端，执行大推广”策略，强化优商扶商经销商分级运营模式，经销商团队质量有望提升。盈利预测与投资评级：公司 23Q2 收入低于预期，我们下调 23-25 年收入预期为 32/38/45 亿元（此前预期为 33/38/45 亿元），同比+20%/18%/17%，维持归母净利润预期 4.29/5.5/6.6 亿元，同比+26%/28%/20%，对应 PE 分别为 35/27/23x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期
(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲)

均胜电子 (600699): 2023 年半年报点评: 盈利能力修复明显, 业绩同比高增长!

投资要点 公告要点：公司公布 2023 年半年报，业绩符合我们预期。2023 年 H1 实现营收 270.14 亿元，同比+17.86%，环比+0.52%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比扭亏为盈，环比-4.84%；实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比+384.53%，环比+70.30%。2023 年 Q2 实现营收 137.92 亿元，同比+23.26%，环比+4.31%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比+424.64%，环比+37.53%；实现扣非归母净利润 2.63 亿元，同比+105.94%，环比+97.98%。整合结果逐步兑现，盈利能力明显修复。公司汽车安全业务整合接近尾声，2023H1 实现营收 187.61 亿元，同比+15.65%，实现毛利率 10.64%，同比+2.50pct，成功扭亏为盈；汽车电子业务同期实现营收 81.52 亿元，同比+23.72%，实现毛利率 19.87%，同比+1.97pct，规模效应逐渐显现，共同推动公司盈利能力明显修复。新订单突破顺利，产品结构持续优化。2023H1 公司新获全生命周期订单 422 亿元，汽车电子占比超过 50%，新能源占比超过 70%。公司紧跟汽车电动智能化趋势，800V 高压快充产品新获订单 130 亿元，首款智能驾驶域控制器产品 nDriveH 成功落地，驾舱融合域控制器/智能网联 5G+C-V2X/智能共情座舱等产品研发和商业化进程加快，产品结构不断优化。聚焦国内市场开拓，产能不断扩张。公司持续推进国内产能提升，合肥新产业基地一期预计于今年 Q3 正式投产，新增方向盘 400 万件，安全气囊 1000 万件年产能。公司积极响应国内市场需求，汽车安全业务已完成对国内新能源销量前十客户的全覆盖，2023H1 公司内销占比 20%左右，而新获订单中 40%来自国内市场，与自主品牌/新势力合作不断加强。盈利预测与投资评级：鉴于公司汽车安全业务整合顺利，汽车电子业务新订单不断突破，我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 540.13/604.16/676.92 亿元，同比分别+8%/+12%/+12%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 9.80/15.13/20.78 亿元，同比分别+149%/+54%/+37%，对应 PE 分别为 26/17/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期，乘用车价格战超出预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦)

盛天网络 (300494): 2023 年半年报点评: 游戏社交延续高增速, 关注多元化布局进展

投资要点 事件：2023H1 公司实现营收 8.12 亿元，yoy+10.81%，归母净利润 1.46 亿元，yoy+25.17%，扣非归母净利润 1.41 亿元，yoy+21.66%；其中 2023Q2 实现营收 3.83 亿元，yoy-7.48%，qoq-10.88%，归母净利润 0.72 亿元，yoy+12.97%，qoq-1.70%，扣非归母净利润 0.70 亿元，yoy+10.47%，qoq-0.65%，受产品周期影响，业绩略低于预期。 游戏及 IP 运营业务：业绩短期承压，关注多款新游上线进展。2023H1 公司游戏运营业务实现营收 0.87 亿元（yoy-13.09%），毛利率 39.53%（yoy+1.47pct），收入下滑主要系老游《三国志 2017》流水小幅下滑，同时没有重点新游上线；IP 运营业务实现营收 1.59 亿元（yoy-32.74%），毛利率 64.43%（yoy+26.11pct），收入下滑主要系 IP 运营老游如《三国志·战略版》等流水有所回落，新游尚处于发行筹备中，未贡献增量，毛利率提升主要系推广费有所降低。展望后续，公司新游储备充沛，其中 IP 新游《大航海时代：海上霸主》授权腾讯发行，将争取 2023 年内上线，游戏运营业务的《活侠传》（Steam 平台）、《星之翼》《零域幻想》《潮灵王国：起源》《艺术行者》有望于 2023 年内上线，期待公司多元新游相继上线，贡献业绩增量。 游戏社交：营收延续高增速，看好“AI+社交”探索落地。2023H1 公司网络广告与增值业务实现营收 5.61 亿元（yoy+43.42%），毛利率 16.66%（yoy+0.23pct），收入高增主要由游戏社交产品“带带电竞”驱动，我们看好带带电竞运营持续优化，引领业绩增长，同时看好公司以带带电竞为基础，拓宽产品矩阵，向泛娱乐化、垂直化、社交化方向裂变，有望扩大用户规模和收入体量。AI 布局方面，公司积极探索职能 NPC、AI 虚拟陪伴等社交应用，我们认为主打“游戏+社交”的带带电竞天然契合“AI+社交”应用落地，看好公司 AI 探索布局不断落地，提升用户体验，进而带来收入端的进一步增长。 盈利预测与投资评级：考虑到公司重点新游《大航海时代：海上霸主》上线晚于我们此前预期，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.57/0.72/0.80 元（此前为 0.63/0.73/0.83 元），对应当前股价 PE 分别为 25/20/18 倍。我们看好公司社交增值业务延续高增长态势，AI 布局逐步落地，同时看好公司自研游戏布局稳步推进，培养业绩新增长极，维持“买入”评级。 风险提示：游戏社交业务发展不及预期，新游表现不及预期，行业竞争加剧风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
研究助理：陈欣）

瑞鹤模具（002997）：2023 年半年报点评：制造装备订单充足，汽车零部件毛利率明显改善！

投资要点 公告要点：公司公布 2023 年半年报，业绩符合我们预期。2023 年 H1 实现营收 8.6 亿元，同比+100.7%，环比+16.2%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比+62.8%，环比+6.5%；实现扣非归母净利润 0.8 亿元，同比+96.1%，环比+25.7%。2023 年 Q2 实现营收 4.8 亿元，同比+62.2%，环比+23.8%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比+17.0%，环比+10.2%；实现扣非归母净利润 0.4 亿元，同比+10.6%，环比+1.0%。制造装备业务同比高增长，在手订单持续增加。2023H1 制造装备业务营收为 7.7 亿元，同比+86.3%，环比+7.1%，主要因为 2022 年末制造装备业务在手订单同比 2021 年末增长较多，2023H1 订单交付规模同比有较大规模增长。截止 2023H1，制造装备业务在手订单为 34.94 亿元，较 2022 年末增长 15.31%，在手订单充足，产能利用较为饱和，未来一段时期内该业务收入可预期性较强。 汽车零部件业务规模效应凸显，毛利率同比提升。2023H1 汽车零部件业务营收为 0.7 亿元，同比+923.1%，环比+953.6%，毛利率为 15.5%，同比+13.0pct，环比+22.0pct，

主要因为汽车零部件业务规模迅速增长,规模效应显现,截至 2023H1,汽零业务已取得多个客户数款车型定点,其中定点并批供客户 3 个、定点开发中客户 1 个,部分产品已批产供应,2023H2 供应剩余产品,有望延续增长趋势。一体化配套服务优势、技术成果转化效果显著。截至 2023H1,公司形成了以汽车白车身相关配套装备的相对完整的产品线,能够同时为客户提供完整的汽车白车身高端制造装备、智能制造技术及整体解决方案、轻量化零部件供应。公司目前开发出“汽车模具三维实体 CAD/CAE/CAM 集成一体化技术”和“汽车模具智能型快速设计和高速加工集成系统”等技术,综合技术水平达到国内领先水平。盈利预测与投资评级:我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 18.32/30.40/37.27 亿元,同比分别+57%/+66%/+23%;维持 2023-2025 年归母净利润预测为 2.09/3.15/4.22 亿元,同比分别+50%/+51%/+34%,对应 PE 分别为 28/19/14 倍,维持“买入”评级。风险提示:乘用车价格战超过预期,铝合金价格上涨超出预期,车企一体化压铸进程不及预期。

(证券分析师:黄细里 证券分析师:谭行悦)

晶盛机电(300316): 2023 年半年报点评: Q2 设备端新签订单维持高位,材料端表现亮眼增厚盈利能力

投资要点 业绩持续高增,偏预告上限:2023 上半年公司实现营收 84.1 亿元,同比+92%,其中设备及服务收入 61.1 亿元,同比+71%,占比 73%,材料业务收入 18.8 亿元,同比+244%,占比 22%;归母净利润为 22.1 亿元,同比+83%;扣非归母净利润为 20.7 亿元,同比+87%。2023Q2 单季营收 48.1 亿元,同比+99%,环比+34%;归母净利润为 13.2 亿元,同比+73%,环比+49%;扣非归母净利润为 12.0 亿元,同比+77%,环比+37%。盈利能力持续上行,材料端表现亮眼:2023 上半年毛利率为 42.7%,同比+2.7pct,其中设备及其服务的毛利率为 40.1%,同比-2.4pct,材料毛利率为 54.7%,同比+27.2pct,主要系高盈利能力的坩埚收入占比提升;净利率为 30.2%,同比+1.8pct,其中坩埚业务净利率约 50%;期间费用率为 9.4%,同比-0.3pct,其中销售费用率为 0.4%,同比-0.1pct,管理费用率(含研发)为 9.2%,同比-0.2pct,财务费用率为-0.1%,同比-0.1pct。2023Q2 单季毛利率为 44.2%,同比+4.1pct,环比+3.6pct,净利率为 31.8%,同比-0.5pct(主要系 22Q2 政府补助等其他收益较多增厚基数),环比+3.7pct。合同负债&存货高增,在手订单充沛保障业绩增长:截至 2023Q2 末公司合同负债为 103.9 亿元,同比+49%,存货为 150.1 亿元,同比+56%,表明公司在手订单充沛。2023H1 经营活动净现金流为 10.2 亿元,经营状况良好。截至 2023Q2 末,公司未完成晶体生长设备及智能化加工设备合同总计 277.5 亿元(含税),其中未完成半导体设备合同 33.2 亿元(含税),我们预计公司 2023Q2 新签订单约 53 亿元,同比+51%,环比+37%,2023 上半年合计新签订单约 92 亿元。平台化布局推进,设备+材料多点开花:(1)光伏设备:①单晶炉:推出第五代低氧单晶炉助力电池效率提升。②电池和组件设备:2023 年目标新签订单 30 亿元,PECVD 设备已推向市场。(2)SiC 外延设备:单片&双片 6 英寸外延设备批量销售,推出 8 英寸单片式设备。(3)材料:①石英坩埚:宁夏鑫晶 2023 上半年营收 13.6 亿元,净利润 6.8 亿元,净利率约 50%。②金刚线:一期量产项目投产并实现批量销售,推动二期扩产项目,加快钨丝金刚线研发。③碳化硅衬底:已长出 8 寸晶体。盈利预测与投资评级:光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线,第二曲线是光伏耗材和半导体耗材的放量,第三曲线是半导体设备的完全放量。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 47/58/70 亿元,对应 PE

为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭
研究助理：李文意)

通威股份 (600438): 2023 年中报点评: 硅料盈利逐渐下行, N 型电池加速投产

投资要点 事件: 公司发布 2023 半年报, 2023H1 营收 741 亿元, 同增 22.8%; 归母净利 133 亿元, 同增 8.6%; 扣非净利 126 亿元, 同增 1.0%。其中 2023Q2 营收 408 亿元, 同环增 14.5%/22.8%; 归母净利 46.7 亿元, 同环降 34%/46%; 扣非净利 41.2 亿元, 同环降 44%/52%; 业绩符合预期。 产能持续扩张, 盈利逐渐下行。公司 2023H1 硅料销量 17.77 万吨 (权益约 13-14 万吨, 同增约 48%), 同增 64%, 国内市占率达 30%。2023Q2 出货约 9.5-10 万吨 (权益约 7-8 万吨), 我们测算单吨净利约 5 万, 盈利逐渐下降, 生产成本已降至 4 万/吨以内。乐山三期 12 万吨已于 8 月进入试运行, 目前已形成产能超 42 万吨, 后续随保山、包头逐步投产, 2024-2026 年将扩至 80-100 万吨; 同时公司布局 30+40 万吨工业硅项目, 一期拟于 2024 年底前投产, 硅粉自供进一步降本。2023 年我们预计公司硅料出货 30 万吨+ (权益 25-26 万吨), 2024 年权益出货 40 万吨; 公司硅料成本位于行业优势地位, 龙头地位稳固。 N 型加速投产, 技术储备充足。公司 2023H1 电池销量 35.87GW, 同增 65%; 2023Q2 出货 19GW+, 我们测算单瓦净利约 7 分, 其中 TOPCon 约 2GW, 我们预计 2023Q3 出货持平略增。公司 TNC 电池加速扩产, 当前效率达 25.7%(未叠加 SE), 良率超 98%, 随彭山一期 16GW 投产, 当前 TNC 产能 25GW; 后续规划双流 25GW+眉山 16GW 项目, 我们预计将于 2024H1 建成投产, 届时产能规模将达 66GW, 跃升行业前列。同时公司公告峨眉山+乐山各 16GW 拉棒/切片/电池扩产, 一体化降低成本, 新技术持续扩张。公司技术储备充足, HJT 已完成双面纳米晶开发, 最高效率达 26.49%, 210 组件功率达 743.68W; HJT 铜互连技术取得重要突破。此外, P 型 TBC/N 型 TBC 研发效率达 25.18%/26.11%, 钙钛矿/硅叠层电池效率达 31.13%。全年看, 我们预计公司电池出货 70GW+, 其中 TNC 约 10GW, 带动盈利能力结构性提升! 组件高速增长, 龙头持续成长。公司 2023H1 组件销量 8.96GW, 超过 2022 全年销量; 其中 2023Q2 出货约 5GW+, 增长迅速。随盐城 25GW+金堂 16GW 投产, 目前组件产能已达 55GW, 我们预计年底硅料/硅片/电池/组件一体化产能达 42 万吨+/15/90/80GW。全年看, 我们预计公司组件出货可达 30GW, 2024 年进一步提升至 50GW+。组件业务持续增长, 贡献进一步成长空间。
盈利预测与投资评级: 基于产业链价格下行, 我们下调 2024/25 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 196/140/184 亿元 (前值 2024/25 年为 175/186 亿元), 同比-24%/-28%/+31%, 基于公司硅料龙头地位, 我们给予公司 2024 年 15xPE, 对应目标价 47 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶)

海南机场 (600515): 2023 年半年度报告点评: 业绩基本符合预期, 盈利能力显著改善

投资要点 事件: 2023 年 8 月 21 日下午, 海南机场发布 2023 年半年度报告。公司 2023H1 实现收入 33.70 亿元, 同比+49%; 归母净利润 5.83 亿元, 同比+808%; 扣非归母净利润 4.78 亿元, 同比+1351%。业绩基本符合预期, 盈利能力显著改善。拆分到单季度, 2023Q2 公司

实现收入 21.11 亿元，同比+96%；归母净利润扭亏为 3.50 亿元，扣非归母净利润扭亏为 2.81 亿元，基本符合预期。2023Q2 公司毛利率为 40.9%，同比提升 5.6 个百分点；归母净利润率 16.6%，去年同期为-0.1%；扣非归母净利率 13.3%，去年同期为-0.1%，利润水平显著提升，系出行消费需求释放，公司机场业务生产经营情况显著改善。出行意愿持续修复，机场业务全面超越 2019 年水平。2023Q2 全国铁路/民航运送旅客量分别为 9.81/1.55 亿人次，为 2019 年同期的 107%/96%，居民长途出行持续修复。机场业务收益于出行恢复，2023Q2 实现营业收入 9.56 亿元，同比+48%。公司旗下 9 家机场 2023H1 旅客吞吐量和起降架次分别恢复至 2019 年同期的 110%/116%，核心资产三亚凤凰机场 2023H1 旅客吞吐量和起降架次增长至 2019 年同期的 108%/112%，优于全国平均出行情况，全面超越疫情前水平。免税相关收益绝对值维持全岛免税销售额 1%水平，三亚凤凰机场免税店剩余 5000 平有望在年内投运。公司免税与商业业务实现营业收入 1.40 亿元，据公司披露数据估算，三亚机场免税提货点租金+参股两机场免税店投资收益+免税场地租金三项实际体现在报表的免税相关收益合计 2.56 亿元，同比+22%，占同期海南离岛免税销售额的比例维持在 1%左右。三亚凤凰机场免税店二期项目正在推进免税品经营资质审批等工作，剩余 5000 平有望在年内投运，提升三亚凤凰机场流量变现能力。地产业务加快去库存，酒店业务持续向好。2023Q2 公司地产加快地产项目去库存，房地产销售项目签约面积 3.7 万平方米，同比+59%；签约金额 5.7 亿元，同比+55%。酒店业务实现营业收入 1.56 亿元，休闲和商旅出行意愿恢复带动酒店业绩持续改善。盈利预测与投资评级：海南机场融入海南国资后开启高质量发展，深度参与海南自贸港建设，有望持续享受海南赴岛游的繁荣及未来自贸港政策红利。维持海南机场 2023-2025 年盈利预测，归母净利润分别为 11.2/15.2/18.1 亿元，对应 PE 估值为 41/30/25 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻璜)

大族激光(002008)：2023 年中报点评：Q2 收入同比转正，静待下半年需求进一步复苏

事件：公司发布 2023 年中报。消费电子&通用工业设备等业务企稳回暖，Q2 收入端同比增速转正 2023H1 公司实现营业收入 60.87 亿元，同比-12.25%；其中 Q2 为 36.62 亿元，同比+3.35%，有所回暖。分业务来看：1) 消费电子设备：2023H1 实现收入 8.67 亿元，同比+6.52%，开始有所回暖；2) PCB 设备：2023H1 实现收入 7.71 亿元，同比-55.29%，明显下滑，主要系 PCB 行业需求整体仍然低迷；3) 新能源设备：2023H1 锂电设备实现收入 10.55 亿元，同比+3.96%，截至中报披露日，在手订单 31.76 亿元，在手订单旺盛；光伏设备实现收入 0.98 亿元，同比+46.96%，截至中报披露日，在手订单 4.30 亿元。4) 通用工业激光设备：2023H1 实现收入 24.58 亿元，同比+7.80%，其中高功率激光切割和焊接设备分别实现收入 11.92 和 1.52 亿元，分别同比+14.68%和-11.48%；5) (泛)半导体设备：2023H1 实现收入 8.38 亿元，同比-19.16%。展望下半年，一方面消费电子和 PCB 设备需求有望逐步回暖，另一方面新能源设备需求较好，叠加通用工业激光设备有望持续增长，公司收入端有望重回增长通道。期间费用率上升压制利润端表现，2023H1 盈利水平有所下滑 2023H1 公司实现归母净利润 4.24 亿元，同比-32.88%；其中 Q2 为 2.81 亿元，同比-5.90%，降幅明显收窄。2023H1 销售净利率为 7.70%，同比-2.30pct，盈利水平有所下滑。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 34.72%，同比-1.56pct，

其中 PCB 智能制造装备、其他智能制造装备毛利率分别为 36.13%和 34.51%，分别同比-1.39pct 和-1.36pct。2) 费用端：2023H1 期间费用率为 31.75%，同比+4.94pct，是净利率下滑的主要原因，其中销售、管理、财务和研发费用率分别同比+1.10、+4.02、-0.19、+2.47pct。3) 2023H1 投资净收益为 1.80 亿元，2022H1 为-869 万元，对盈利水平起到一定积极作用。新老业务有较大成长空间，公司具备中长期成长逻辑

1) 消费电子设备：公司围绕大客户的创新性需求，持续更新产品和工艺；大客户 MR 产品发布有望带动行业进入新一轮创新周期，从而带动公司消费电子业务及产品订单重回增长。2) PCB 设备：公司全球龙头地位稳固，并持续开拓 HDI、IC 封装基板等高阶 PCB 市场，有望受益于景气复苏。3) 新能源设备：锂电设备与宁德时代、中创新航、亿纬锂能等主流客户合作不断深入，市占率稳步提升；在光伏设备领域，公司已逐步具备 TOPCON 全产业链设备研发制造能力，钙钛矿领域自主研发钙钛矿激光刻划设备，已实现量产销售。4) 泛半导体设备：已研发出 Micro-LED 巨量转移、巨量焊接、修复等设备，市场验证反映良好。此外，公司碳化硅激光切片设备持续推进与行业龙头客户合作。5) 通用工业激光设备：公司持续加大对中低端市场的覆盖和拓展，整体市占率稳步提升，并持续加大在钢结构、船舶、新能源汽车等领域的合作。

盈利预测与投资评级：考虑到公司多项业务下游景气复苏进程，我们谨慎调整公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 13.95、19.35 和 25.23 亿元（原值 14.86、20.58 和 26.77 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 17、12、9 倍。基于公司不断扩张的潜力，维持“买入”评级。风险提示：制造业投资不及预期，行业竞争加剧，新业务拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双）

航天电器（002025）：2023 年中报点评：营收同比增加 15.91%，电子元器件制造业发展良好

事件：公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 36.20 亿元，同比增长 15.91%，实现归母净利润 4.28 亿元，同比增长 39.45%。

投资要点 多领域产品推广，2023 年上半年营业收入同比增长 15.91%：2023 年 H1 公司围绕用户为中心，坚持拓重聚型聚项为向导，持续加大资源投入，同时加强了多领域产品推广，增加产品中标率，实现营业收入 36.20 亿元，同比增长 15.91%。从产品来看，2023 年 H1 继电器和连接器与电缆组件两大产品营业收入增长迅速，同比分别增长 19.14%和 19.74%。2023H1，归母净利润为 4.28 亿元，同比增长 39.45%，主要系营收稳步增长、采购和工艺降本等措施成效显著影响。2023H1 公司销售费用为 0.72 亿元，同比增加 21.79%。研发费用为 3.12 亿元，受公司战略影响，加大技术研究和产品开发的投入，致使研发费用增加。管理费用为 2.44 亿元，同比增长 23.19%，主要系公司变动管理费用支出增加、股权激励费用摊销影响。

股权激励提升公司活力：2023 年 5 月 15 日，公司召开第七届董事会 2023 年第五次临时会议和第七届监事会第十四次会议，审议通过了股票激励计划的议案，以每股 46 元价格，向 244 人，包括公司及控股子公司董事、高级管理人员及核心技术人员，授予 420.80 万股限制性股票，不断提升公司发展活力。

手握核心技术，不断深化创新：经过多年沉淀和研发积累，公司在连接器与电缆组件、微特电机与控制组件、继电器、光电器件等中高端机电组件领域中掌握了大量的核心技术，比如传输一体化互连、高速连接器、射频连接器及组件、高可靠光电互连、先进互连技术、继电控制与开关、智能制造装备及技术。同时不断加强创新能力，优化研发组架构，已在关键的技术研究以及产业化等方面中，收到市

场和政府部门的认可。截止至 2023 年 6 月 30 日，公司累计获得专利授权 1887 项（包括国际发明专利）。盈利预测与投资评级：基于航天业务高速增长，并考虑公司在高端连接器、继电器的核心地位，我们将 2023-2025 年归母净利润预期调整为 7.59（-0.77）/9.94（-2.28）/13.57（-4.06）亿元；对应 PE 分别为 37/28/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：1）宏观经济形势变化风险；2）公司主市场盈利水平波动风险；3）应收账款增加的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧）

纳睿雷达（688522）：2023 年中报点评：销售业务增长，科技属性增强

事件：公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 0.72 亿元，同比增长 52.91%，实现归母净利润 0.19 亿元，同比增长 6.01%。业绩表现超出此前市场预期。投资要点 2023 年上半年营收增长 52.91%，销售业务大幅扩张：2023 年上半年实现营收 0.72 元，同比增长 52.91%。主要系公司销售业务增长所致。2023 年上半年实现归母净利润 0.19 亿元，同比增长 6.01%，主要源于公司营业收入增长，首次公开发行股票募集资金带来货币资金的增加，从而取得的利息收入增长等原因。2023 上半年公司毛利率 73.29%，较去年降低 5.03pct，主要系公司销售业务增长所致。研发投入 0.28 亿，相比去年增加 43.38%，主要系研发人员薪酬和折旧摊销增加所致。财务费用-0.15 亿，主要系本期公司收到首次公开发行股票募集资金，导致本期利息收入增加所致；管理费用 0.15 亿，比去年增加 96.29%；主要系人员薪酬、上市中介服务等增加所致。公司成功上市，增加资金保障：2023 年 3 月 1 日，公司完成了首次公开发行股票并在上海证券交易所科创板上市。公司在 A 股市场的成功上市，有助于提升公司知名度，为公司扩大生产规模、开发新技术和新产品提供了有力的资金保障。目前，公司已收到首次公开发行股票带来的货币资金增加取得的利息收入，进一步保证资金链畅通。增长加大研发投入，突破科技壁垒：公司科技属性强，技术门槛高，具体技术优势体现在相控阵技术和极化技术相结合，采取双极化电扫微带阵列天线技术路线并实现产业化和自主研发设计了雷达数据处理平台。公司目前继续加大研发投入，新获得境内发明专利 4 项，实用新型专利 3 项，外观设计专利 2 项。目前，公司正在开展研制“77GHz 车载毫米波雷达”项目、“全极化数字有源相控阵 C 波段雷达”等项目。盈利预测与投资评级：公司是掌握全极化有源相控阵雷达技术并较早实现 X 波段双极化（双偏振）有源相控阵雷达产业化的企业，考虑到下游进展，我们维持之间的预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.11/3.25/4.19 亿元，对应 PE 分别为 43/28/22 倍，维持“增持”评级。风险提示：1）雷达产品研发周期长、研发投入高、研发风险大；2）经营业绩存在季节性波动；3）国民经济发展的周期波动等风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>