

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-25

宏观策略

2023年08月25日

宏观点评 20230824: 5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗? 【勘误版】

随着亚特兰大联储将美国三季度 GDP 环比增速提高到 5.8%，美国经济再加速的预期“忽如一夜春风来”。里士满联邦储备银行行长巴尔金，也在近期提出了“经济再次加速可能性”的观点。从实际情况来看，美国上次经济增速在 5.8% 附近是在 2021 年。当时一季度环比增速达到了 6.3%，而出现这一高增速预期是发生在新冠疫情后美国经济复苏早期的背景下。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

宏观点评 20230824: 5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗?

随着亚特兰大联储将美国三季度 GDP 环比增速提高到 5.8%，美国经济再加速的预期“忽如一夜春风来”。里士满联邦储备银行行长巴尔金，也在近期提出了“经济再次加速可能性”的观点。从实际情况来看，美国上次经济增速在 5.8% 附近是在 2021 年。当时一季度环比增速达到了 6.3%，而出现这一高增速预期是发生在新冠疫情后美国经济复苏早期的背景下。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

固收金工

固收点评 20230823: 科数转债: 智慧电能行业领跑者

我们预计科数转债上市首日价格在 108.51~120.89 元之间，我们预计中签率为 0.0054%。

固收点评 20230823: 力诺转债: 国产特种玻璃领军者

我们预计力诺转债上市首日价格在 118.09~131.57 元之间，我们预计中签率为 0.0016%。综合可比标的以及实证结果，考虑到力诺转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 118.09~131.57 元之间。我们预计网上中签率为 0.0016%，建议积极申购。

行业

房地产行业深度报告: 如何看待城中村改造带来的机遇与挑战?

投资建议: 本轮超大特大城市的城中村改造, 代表着存量时代下中国房地产市场“重保障、重民生”的新型发展道路。改造规模较大, 21 城总计城中村建筑面积预计可达 11.2 亿方。根据当前城中村改造的三种主流模式, 我们认为以下三类公司有望率先受益: (1) 政府引导, 公司作为开发商参与项目开发。重点推荐: 城建发展、越秀地产, 建议关注: 中华企业、光明地产。(2) 政府主导, 公司作为代建服务商。重点推荐: 绿城管理控股, 建议关注: 天健集团。(3) 政府或国企平台收储, 公司代运营持有物业。重点推荐: 珠江股份, 建议关注: 华润置地、万科 A。

环保行业点评报告：安徽省生态环境厅发布关于全省危险废物利用处置能力建设的引导性通告

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

诺辉健康 (06606.HK)：2023H1 半年报点评：产品持续快速放量，肿瘤早筛龙头未来可期

事件：根据公司公告，公司 2023 年上半年实现营业收入 8.23 亿元 (+264.6%，同比增长，下同)，公司毛利约为 7.48 亿元，毛利率为 90.9%，经调整净利润为 0.61 亿元，2022 年同期经调整净亏损约为 1.06 亿元，业绩略超预期。三大肿瘤早筛产品保持快速放量，推动业绩高速增长：公司的常卫清、噗噗管和幽幽管三大肿瘤早筛产品实现快速放量，分产品看，2023 年上半年：1) 常卫清内地收入为 4.91 亿元 (+566.2%)，毛利率为 91.5%，较去年同期提升 15.8 个百分点；2) 噗噗管内地收入为 1.24 亿元 (+80.9%)，毛利率为 87.2%，较去年同期提升 7.2 个百分点；3) 幽幽管内地收入为 2.07 亿元 (+147.4%)，毛利率为 94.2%，较去年同期提升 4.2 个百分点。公司产品快速放量主要得益于 1) 肿瘤早筛产品国内渗透率仍较低，具有较大提升空间，2) 肿瘤早筛知识的普及和居民健康意识的提升，3) 公司产品的强大核心竞争力和 4) 公司灵活的销售渠道。产品先发优势明显，商业化产品建立准入壁垒，研发管线拓展应用领域：常卫清 2023 年上半年来自于各终端客户的量分别为：公立三级医院 9600 份，公立二级医院 1700 份，民营医院 79500 份，诊所/门诊部 54200 份，其他 27000 份，建立了良好的销售渠道。肿瘤早筛产品前期医生群体和患者群体的教育成本高，常卫清已进入中国结直肠癌三部临床指南，为后续在公立医院的推广奠定了基础。公司产品 2023 年上半年已进入约 1300 家医院的处方目录，良好的终端客户基础为公司带来产品准入护城河，有望持续领先同行。同时，公司研发管线产品宫证清已取得 CE 认证并完成临床入组，宫证清针对临床需求量大的宫颈癌早筛人群，采用尿液取样，产品采样更加便捷无痛、应用场景更加广泛，具有良好的应用前景。盈利预测与投资评级：业绩超出预期，由于公司产品在非公立医院中放量速度快于公立医院，我们调整公司产品放量速度，我们将公司 2023-2025 年营收由 14.49/26.28/46.02 亿元，调整为 16.68/27.26/41.25 亿元，2023-2025 年归母净利润由 -0.44/3.39/10.73 亿元，调整为 2.24/4.48/8.46 亿元，对应 PE 分别为 42/21/11 倍，维持“买入”评级。

潮宏基 (002345)：2023 年中报点评：Q2 归母净利润同比+54%，传统黄金产品表现亮眼

盈利预测与投资评级：潮宏基是我国年轻的黄金珠宝品牌，拓店空间大，产品设计年轻时尚，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4 亿元/5 亿元/5.9 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。

亚太股份 (002284)：2023 年半年报点评：盈利中枢上移，线控产品加速落地

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 49.55/58.72/72.33 亿元，同比分别+32%/+18%/+23%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 1.79/2.57/3.32 亿元，同比分别+163%/+44%/+29%，对应 PE 分别为 39/27/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业销量不及预期；新产品开发不及预期；新客户开拓不及预期。

新风鸣 (603225)：2023 年半年报点评：长丝量价齐升，看好下半年旺季行情开启

盈利预测与投资评级：考虑到长丝供需改善，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 11.0/20.8/25.9 亿元（此前为 10.1/16.2/19.5 亿元），按照 8 月 24 日收盘价计算，对应 PE 为 17.3/9.2/7.4 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求复苏不及预期，项目审批不及预期，原材料价格波动

景津装备 (603279)：2023 年中报点评：业绩持续高增，原料成本低位利润率提升

盈利预测与投资评级：压滤机龙头地位稳固，一体化配套设备&出海打开新成长。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 10.72/13.67/ 17.09 亿元，对应 15、12、9 倍 PE，维持“买入”评级。

浙江鼎力 (603338)：全球高空作业平台龙头，受益海外高景气及臂式产品放量

盈利预测与投资评级：公司有望深度受益高机行业景气周期、高端产品结构优化，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测为 15/18/22 亿元，当前市值对应 PE 分别为 18/15/12，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧、汇率波动风险、新品下游接受度不及预期

快手-W (01024.HK)：2023Q2 业绩点评：变现效率持续提升，看好公司后续利润释放

盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化、电商商业化的加速，以及利润的持续释放。我们将公司 2023-2025 年收入由 1124/1271/1404 亿元调整至 1133/1278/1413 亿元，对应经调整净利润为 75/145/197 亿元，对应 2023 年经调整 PE 为 18 倍，维持“买入”评级 风险提示：市场竞争风险，商业化不及预期风险，国际局势风险。

特步国际 (01368.HK)：23H1 业绩点评：主品牌稳健增长，索康尼首次盈利

盈利预测与投资评级：公司为国内领先运动服饰品牌，23H1 在国内疫情放开环境下，整体收入稳健增长，毛利率小幅提升、费用率提升较多，净利增长略低于收入，库存小幅增加。其中主品牌收入保持双位数增长、净利率持平略增，时尚运动海外市场平淡、国内市场促收入高双位数增长、仍处亏损状态，专业运动表现强劲、首次实现盈利。下半年我们预计公司将继续推动库存清理，在费用控制及小品牌规模扩大带动下利润率有望改善。管理层维持全年收入增长 15%-20%、利润增速快于收入的业绩指引不变，我们维持 23-25 年归母净利润 11.2/14.1/17.2 亿元的预测、对应 PE 为 17/13/11X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费恢复不及预期，库存消化不及预期，疫情反复。

百度集团-SW (09888.HK)：2023Q2 点评：广告基本盘回暖，AI 商业化可期

盈利预测与投资评级：我们看好宏观环境恢复对公司核心广告业务的促进，也看好公司在生成式 AI 的投入和先发优势。我们将公司 2023-2025 年收入预测由 1354/1472/1592 亿元调整至 1377/1500/1639 亿元，将 Non-

GAAP 净利润由 247/271/300 亿元调整至 271/295/329 亿元，对应 2023 年 Non-GAAP PE 为 12 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，技术发展不及预期风险，AI 伦理风险，自动驾驶，技术风险，市场竞争风险。

中集车辆 (301039): 2023 半年报点评: Q2 毛利率表现靓丽, 各业务全面向好

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023~2025 年盈利预测, 归母净利润分别 26.71/23.63/32.73 亿元, 分别同比+139%/-12%/+38%, 对应 EPS 分别为 1.32/1.17/1.62 元, 对应 PE 估值分别为 10/12/8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 国内物流行业复苏不及预期; 海外经济波动超预期等。

盛通股份 (002599): 2023 年中报点评: 教育板块毛利率提升明显, 乐博乐博招生稳步恢复中

盈利预测与投资评级: 公司是我国 A 股青少年机器人培训第一股, 旗下乐博乐博品牌享有较好口碑, AI 浪潮下, 公司机器人编程课程未来有望享有更广阔的增长空间, 考虑到印刷业务受到经济波动性影响较大, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润从 1.6/2.2/2.9 亿元至 0.7/1.5/2.4 亿元, 最新收盘价对应公司 2023-25 年 PE 分别为 53/25/16 倍, 维持“买入”评级。

国际医学 (000516): 2023 年半年报点评: 上半年业绩符合预期, 核心医院业务规模稳步提升

事情: 公司 2023 年上半年实现收入 22.1 亿元 (+106.91%, 较 2023 年同期增长 106.91%), 归母净利润-2.22 亿元 (+62.69%), 公司经营性现金流充沛, 2023H1 经营性活动现金流为 4.1 亿元 (+302.55%)。单 Q2 季度, 公司实现收入 11.51 亿元 (+50.78%), 归母净利润-1.48 亿元 (+11.83%) 核心医院业务规模进一步扩大, 高新医院利润超翻倍增长, 中心医院门诊量、住院量快速提升。2023 年 H1, 门急诊服务总量达 106.81 万人次 (+82.99%), 住院服务量 8.59 万人次 (+96.57%)。分院区来看, 2023 年上半年, 西安高新医院门急诊量同比提升 71.88%, 住院服务量同比提升 98.05%, 手术量同比增长 92.05%, 实现营收 7.11 亿元 (+89.02%), 实现净利润 3449 万元 (+140.32%)。西安国际医学中心医院 2023H1 门急诊量达 52.46 万人次 (+163.49%), 住院服务量 5.54 万人次 (+123.39%), 手术量 2.62 万台次 (+104.69%), 日门诊服务最高超 4500 人次。业务扩张速度亮眼, 2023H1, 西安国际医学中心医院实现收入 14.25 亿元 (+123.02%), 利润端较去年亏损大幅下降。此外, 商洛国际医学中心医院 99% 的股权已于 2023 年 8 月 22 日完成工商变更, 公司资产结构进一步优化。综合医疗服务水平不断提升, 多样化特色专科打开长期增长空间。公司加强优势学科建设和人才梯队培养, 2023H1, 高新医院开展新技术、新项目数量同比增长 80%, 新增医联体合作医院 14 家 (+60.87%); 西安国际中心医院新开 32 个科室, 设有整形医院、康复医院、骨科医院、产科医院等十大专科医院的北院区试运营, 高水平人才引进速度加快, 中心医院 2023H1 引入各类人员 854 人, 其中国家级学术任职 31 人。盈利预测与投资评级: 考虑到新院区带来折旧增加等影响, 我们将 2023-2025 年公司归母净利润由-1.17/2.25/4.82 亿元下调到-2.97/1.92/4.27 亿元, 当前市值对应 24-25 年的 PE 为 93/42X。考虑到公司作为民营综合医院稀缺标的, 核心医院爬坡速度亮眼, 股价调整后具有较高性价比, 上调为“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧下床位爬坡不及预期风险, 政策风

险等。

东华能源 (002221): 2023 年半年报点评: 茂名项目有序推进, 氢气销售稳步提升

盈利预测与投资评级: 综合考虑下游复苏节奏, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 3.1、9.0、14.2 亿元 (此前为 4.2、10.2 和 15.2 亿元), 按 2023 年 8 月 23 日收盘价计算, 对应 PE 分别 45.5、15.7 和 10.0 倍。茂名项目有序推进, 氢能布局未来可期, 维持“买入”评级。风险提示: 项目审批进度推迟, 需求复苏弱于预期, PDH 竞争加剧

中海油服 (601808): 2023 年半年度点评: 作业量大幅提升, Q2 业绩环比明显改善

盈利预测与投资评级: 基于公司在国内外项目的开展情况, 以及公司工作量大幅增加, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 36、43 和 50 亿元, 同比增速分别为 51%、21%、16%, 按照 2023 年 8 月 23 日收盘价, 对应 PE 分别为 20、16 和 14 倍。我们认为公司坚持“国际化”和技术创新“一体化”发展战略, 盈利能力在未来有望腾飞, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动和油价下行风险; 地缘政治风险; 汇率波动风险。

金山办公 (688111): 业绩坚韧好于预期, 信创/AI 催化在即

中报业绩好于预期, 云业务高速增长、云占比进一步提升。C 端订阅年费化持续提升 ARPU, 会员体系变革 H2 有望见效。B 端订阅上半年高速增长, 下半年受益行业信创有望进一步提速。B 端授权党政信创大规模招标临近, 新一轮业绩弹性在即。AI 已进入常态化更新, 开放逐步打开, 付费渗透率提升和 ARPU 天花板打开想象空间巨大。

泡泡玛特 (09992.HK): 23H1 业绩点评: 业绩符合预期, 海外第二曲线愈加清晰

我们继续看好 23 年往后公司增长潜力, 考虑到公司 Q3 增长好于预期 (7 月收入同比增长超过 40%), 我们将 23-25 年 EPS 预测从 0.69/0.95/1.19 元上调至 0.78/1.02/1.27 元, 对应 PE 约 28/22/17 倍, 维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2023/8/23 1 港币=0.9297 人民币)

中国人寿 (601628): 2023 年中报点评: 减值拖累业绩, 价值好于预期
ROEV 首现改善, 价值增速好于预期。1H23 末内含价值达 1.31 万亿元, 较上年末增长 6.6%, ROEV 为 12.7%, 同比上升 0.4 个 pct., 这是自 1H20 以来首次出现 ROEV 回暖。EV 表现相对强劲主要系 NBV 增速改善, 投资回报偏差拖累期初 EV 增速-1.2 个 pct. (1H22: -1.4 个 pct.) 以及营运偏差贡献同比持续转正。盈利预测与投资评级: 减值拖累业绩, 价值好于预期。因资本市场波动下调公司投资收益预测和净利润预测, 下调 2023-25 年归母净利润至 344、468 和 509 亿元 (原预测 434、491 和 534 亿元), 维持“买入”评级。风险提示: 权益市场持续下行, 寿险需求复苏不畅

海油发展 (600968): 2023 年半年报点评: 三大产业稳中求进, Q2 业绩环比高增

盈利预测与投资评级: 根据公司三大产业&建设项目推进情况, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别 31、32、38 亿元 (此前 2023-2025 年预期为 28、29 和 35 亿元), 同比增速分别 27%、5%、17%, 按 2023 年 8 月 23 日收盘价计算, 对应 PE 为 9、9、8 倍。公司业务多元发展, 盈利能力显著, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动风险;

油价波动风险；市场竞争、经营风险。

南网储能（600995）：投资青岛力神，战略布局储能电池制造

事件：公司公告投资 4.99 亿元参与力神（青岛）新能源有限公司（青岛），持股目标公司 2.18%，在青岛力神公司 7 个董事会席位中的一个。布局储能电池产业上游，与公司主营投资运营新型储能电站产生战略协同性。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 21 亿、26 亿、33 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 15 倍、12 倍、9 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

宏观策略

宏观点评 20230824: 5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗? 【勘误版】

随着亚特兰大联储将美国三季度 GDP 环比增速提高到 5.8%，美国经济再加速的预期“忽如一夜春风来”。里士满联邦储备银行行长巴尔金，也在近期提出了“经济再次加速可能性”的观点。从实际情况来看，美国上次经济增速在 5.8% 附近是在 2021 年。当时一季度环比增速达到了 6.3%，而出现这一高增速预期是发生在新冠疫情后美国经济复苏早期的背景下。当然亚特兰大联储的预测也出现过偏差。上次出现 5.8% 左右的预期增速是在 2021 年 8 月，而最终实际的 GDP 增速仅仅录得 2.7%。那么当前这一 5.8% 的预期，会是亚特兰大联储的再一次误判吗？首先，我们有必要看下 5.8% 的增速怎么来的？亚特兰大联储按照支出法核算 GDP，将 13 个细项指标（制造业、非制造业 PMI、CPI、零售销售以及房产开工等）综合使用贝叶斯回归、动态因子模型等方法对其进行预测。随后通过链式加权汇总来预测美国 GDP 的增速，并在上述数据发布后进行调整与更新，得出最终美国季度的环比折年率增速（图 1）。其次，GDP 增速从 4.1%→5.8%，谁是主要拉动？如此大幅的上调发生在零售、房屋开工及工业生产数据出炉后。因此对于 Q3 经济增速被大幅上修，个人消费和私人国内投资无疑是主要拉动项：其中消费占 3.3%，而私人投资占接近 2%。所以，这两项在三季度的增速预测也出现了较大的调整：个人消费支出增长率从 4.4%→4.8%，私人国内投资从 8.8%→11.4%。第三，这种调整靠谱吗？从历史回溯来看，亚特兰大联储预测效果较好，2011Q3-2023Q2 间的平均绝对误差约为 0.8 个百分点。除此之外，对消费增速的预测跟历史相比在一倍标准差附近，且离 3.2% 的历史平均增速也并没有偏离太多。而对于私人国内投资，虽对于 Q3 增速预测相较于今年上半年实际情况波动较大，但目前还是处于安全标准差之内（图 2-3）。本次亚特兰大联储可能高估了美国经济增长的动能。无论是彭博一致预期，还是根据我们自己的测算，美国三季度的环比增速在 0.7%-1% 之间。因此我们认为随着时间的推移，亚特兰大联储将调降对如此高经济增速的预期。二、三季度可能是美国经济的高点，虽然短期可能还看不到衰退的风险，但往后还需要结合更多指标，例如国债利差、咨商会领先经济指标（LEI），OECD 综合领先指标（CLI）等做判断。当前对于美联储而言，加息可能还未到终点。值得注意的是，在经济基本面偏强+通胀再起的风险下，本周杰克逊霍尔会议（Jackson Hole）上，鲍威尔将保持“鹰”派语气：重申 2% 的通胀目标并强化美联储就此结束加息周期的难度较大。货币政策在短期难以释放降息信号，加息还是“保留项”。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

（证券分析师：陶川）

宏观点评 20230824: 5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗?

随着亚特兰大联储将美国三季度 GDP 环比增速提高到 5.8%，美国经济再加速的预期“忽如一夜春风来”。里士满联邦储备银行行长巴尔金，也在近期提出了“经济再次加速可能性”的观点。从实际情况来看，美国上次经济增速在 5.8% 附近是在 2021 年。当时一季度环比增速达到了 6.3%，而出现这一高增速预期是发生在新冠疫情后美国经济复苏早期的背景下。当然亚特兰大联储的预测也出现过偏差。上次

出现 5.8%左右的预期增速是在 2021 年 8 月，而最终实际的 GDP 增速仅仅录得 2.7%。那么当前这一 5.8%的预期，会是亚特兰大联储的再一次误判吗？首先，我们有必要看下 5.8%的增速怎么来的？亚特兰大联储按照支出法核算 GDP，将 13 个细项指标（制造业、非制造业 PMI、CPI、零售销售以及房产开工等）综合使用贝叶斯回归、动态因子模型等方法对其进行预测。随后通过链式加权汇总来预测美国 GDP 的增速，并在上述数据发布后进行调整与更新，得出最终美国季度的环比折年率增速（图 1）。其次，GDP 增速从 4.1%→5.8%，谁是主要拉动？如此大幅的上调发生在零售、房屋开工及工业生产数据出炉后。因此对于 Q3 经济增速被大幅上修，个人消费和住宅投资无疑是主要拉动项：其中消费占 3.3%，而住宅投资占接近 2%。所以，这两项在三季度的增速预测也出现了较大的调整：个人消费支出增长率从 4.4%→4.8%，住宅投资从 8.8%→11.4%。第三，这种调整靠谱吗？从历史回溯来看，亚特兰大联储预测效果较好，2011Q3-2023Q2 间的平均绝对误差约为 0.8 个百分点。除此之外，对消费增速的预测跟历史相比在一倍标准差附近，且离 3.2%的历史平均增速也并没有偏离太多。而对于住宅投资，虽对于 Q3 增速预测相较于今年上半年实际情况波动较大，但目前还是处于安全标准差之内（图 2-3）。本次亚特兰大联储可能高估了美国经济增长的动能。无论是彭博一致预期，还是根据我们自己的测算，美国三季度的环比增速在 0.7%-1%之间。因此我们认为随着时间的推移，亚特兰大联储将调降对如此高经济增速的预期。二、三季度可能是美国经济的高点，虽然短期可能还看不到衰退的风险，但往后还需要结合更多指标，例如国债利差、咨商会领先经济指标（LEI），OECD 综合领先指标（CLI）等做判断。当前对于美联储而言，加息可能还未到终点。值得注意的是，在经济基本面偏强+通胀再起的风险下，本周杰克逊霍尔会议（Jackson Hole）上，鲍威尔将保持“鹰”派语气：重申 2%的通胀目标并强化美联储就此结束加息周期的难度较大。货币政策在短期难以释放降息信号，加息还是“保留项”。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

（证券分析师：陶川）

固收金工

固收点评 20230823：科数转债：智慧电能行业领跑者

事件 科数转债（127091）于 2023 年 8 月 23 日开始网上申购：总发行规模为 14.92 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于智能制造基地建设项目（一期）、科华研发中心建设项目、科华数字化企业建设项目、补充流动资金及偿还借款。当前债底估值为 93.09 元，YTM 为 2.56%。科数转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 111.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.82%（2023-08-21）计算，纯债价值为 93.09 元，纯债对应的 YTM 为 2.56%，债底保护较好。当前转换平价为 91.69 元，平价溢价率为 9.06%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2024 年 02 月 29 日至 2029 年 08 月 22 日。初始转股价 34.67 元/股，正股科华数据 8 月 21 日的收盘价为 31.79 元，对应的转换平价为 91.69 元，平价溢价率为 9.06%。转债条款

中规中矩，总股本稀释率为 8.53%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 34.67 元计算，转债发行 14.92 亿元对总股本稀释率为 8.53%，对流通盘的稀释率为 9.77%，对股本的摊薄压力较小。观点 我们预计科数转债上市首日价格在 108.51~120.89 元之间，我们预计中签率为 0.0054%。综合可比标的以及实证结果，考虑到科数转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 108.51~120.89 元之间。我们预计网上中签率为 0.0054%，建议积极申购。公司多年来专注电力电子技术研发与设备制造，拥有智慧电能、云服务、新能源三大业务体系。产品方案广泛应用于金融、工业、交通、通信、政府、国防、军工、核电、教育、医疗、电力、新能源、云计算中心、电动汽车充电等行业。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 13.22%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“W 型”波动，2018-2022 年复合增速为 13.22%。2022 年，公司实现营业收入 56.48 亿元，同比增加 16.09%。与此同时，归母净利润先增后减，2018-2022 年复合增速为 35.01%。2022 年实现归母净利润 2.48 亿元，同比减少 43.39%。公司自成立以来始终深耕智慧电能行业，在依托智慧电能技术实力基础上，公司先后进入新能源和数据中心行业，打造智慧电能、数据中心和新能源三大业务板块。公司销售净利率小幅波动，销售毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率先升后降，管理费用率下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 2.67%、5.59%、9.37%、9.22%和 4.69%，销售毛利率分别为 30.02%、31.02%、31.84%、29.21%和 29.47%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20230823：力诺转债：国产特种玻璃领军者

事件 力诺转债(123221.SZ)于 2023 年 8 月 23 日开始网上申购：总发行规模为 5.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目。当前债底估值为 69.49 元，YTM 为 2.11%。力诺转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.63%（2023-08-22）计算，纯债价值为 69.49 元，纯债对应的 YTM 为 2.11%，债底保护一般。当前转换平价为 99.79 元，平价溢价率为 0.21%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2024 年 02 月 29 日至 2029 年 08 月 22 日。初始转股价 14.4 元/股，正股力诺特玻 8 月 22 日的收盘价为 14.37 元，对应的转换平价为 99.79 元，平价溢价率为 0.21%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 13.00%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 14.4 元计算，转债发行 5.00 亿元对总股本稀释率为 13.00%，对流通盘的稀释率为 18.72%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计力诺转债上市首日价格在 118.09~131.57 元之间，我们预计中签率为 0.0016%。综合可比标的以及实证结果，考虑到力诺转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 118.09~131.57 元之间。我们预计网上中签率为 0.0016%，建议积极申购。20 年专

注特种玻璃技术，药用、耐热玻璃领域突破与荣誉，2021年上市，持续投入未来项目。公司作为玻璃新材料的引领者，以硼硅玻璃为核心，不仅拥有国内最大的中硼硅安瓿瓶生产基地和世界领先的耐热玻璃生产基地，还成为国内唯一的中国医药包装协会药用玻璃培训基地所在地。2018年以来公司营收缓慢增长，2018-2022年复合增速为8.28%。2018年以来，公司营业收入缓慢增长，增速呈现“W”型波动，主要系公司产能进一步释放，产量、销量同步增加。2022年，公司实现营业收入8.22亿元（同比-7.52%）。与此同时，归母净利润上升，2018-2022年复合增速为15.48%，2022年实现归母净利润1.17亿元（同比-6.51%）。主要系国内宏观经济环境波动以及局部地区物流受限等影响，公司主要原材料、能源等价格持续上涨，从而导致利润下降。三大主营业务中，药用玻璃占比逐渐提升。2022年，公司药用玻璃、耐热玻璃、电光源玻璃营收占比分别为46.96%、42.82%、3.53%。公司销售净利率近年下行，销售毛利率持平，销售与管理费用率上升，财务费用率下降，费用率均高于行业平均水平。2018-2022年，公司销售净利率分别为10.97%、12.63%、13.76%、14.04%和14.19%，销售毛利率分别为30.33%、30.35%、29.80%、25.04%和22.09%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

房地产行业深度报告：如何看待城中村改造带来的机遇与挑战？

投资要点 存量时代下，房地产未来的新发展格局。当前，中国住房市场供给结构存在“重购买、轻租赁”和“重市场、轻保障”的状态。尽管我国住房供应体系经过多年改革已初步形成商品房以市场供应为主，保障性住房以政府支持为主的格局，但由于各方利益驱动，保障性住房和租赁住房供应不足。因此，未来房地产市场供给侧改革的重点将主要集中在补全住房保障体系、发展租房市场和共有产权住房。城中村改造作为城市更新的重要部分，通过增加保障性住房供应，可以改善市场供给结构和提升居住质量；将在房地产新发展模式建设中发挥重要作用，并通过与保障性租赁住房结合，盘活低效使用的资源，完善住房的多层次供应体系。本轮城中村改造的要点解读。2023年7月21日，国常会通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的重要举措，强调稳中求进、优先满足群众需求、加强组织实施等重要原则，并将城中村改造与保障性住房建设结合起来。要点解读如下：（1）改造范围：优先涉及超大特大城市中心区域；（2）拆建比例：整体可控，《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（建科〔2021〕63号）》中的硬性指标要求有望适度放松；（3）改造补偿方式：预计以房屋或房票安置为主；（4）改造周期：项目周期比较长，以稳为主；（5）资金来源：我们认为社会资本尤其是国央企将作为重要主体，同时政策性银行贷款和专项债补充空间。城中村改造规模测算。根据七普数据与我们的假设：各城市家庭户结构与人口结构相同；所有自建住房均位于城中村中；月租房费用<500元的租赁住房位于城中村中；城中村的人均住房面积为该城市人均住房面积的50%。我们通过以下公式：各城市城中村人口=城区常住人口*（该城市自建家庭户占比+该城市租赁住房家庭户占比*该城市所在省份月租房费用<500元的家庭户占比）计

算得出 21 城的城中村人口为 6225 万人，城中村建筑面积为 11.2 亿方。根据假设的拆旧比（2 倍）、改造周期（7 年）、拆旧比（20%），预计 21 个城市城中村改造带来的每年新建商品房建筑面积为 6417 万方，占 2022 年我国全年商品房销售面积的 4.7%，拉动的投资额在每年 6899 亿元左右（未考虑货币化安置成本）。拆旧比限制的松动与改造周期的缩短能够大幅提升每年的新房销售和拉动的投资金额。城中村改造的三种典型模式及受益公司。目前城中村改造的主流模式为：（1）政府引导，相关公司作为开发商参与项目开发，如上海奉贤泰日地区城中村改造；（2）政府主导，相关公司作为代建服务商，如深圳罗湖“二线插花地”棚改；（3）政府或国企平台收储，相关公司代运营持有物业，如成都猛追湾城市更新。投资建议：本轮超大特大城市的城中村改造，代表着存量时代下中国房地产市场“重保障、重民生”的新型发展道路。改造规模较大，21 城总计城中村建筑面积预计可达 11.2 亿方。根据当前城中村改造的三种主流模式，我们认为以下三类公司有望率先受益：（1）政府引导，公司作为开发商参与项目开发。重点推荐：城建发展、越秀地产，建议关注：中华企业、光明地产。（2）政府主导，公司作为代建服务商。重点推荐：绿城管理控股，建议关注：天健集团。（3）政府或国企平台收储，公司代运营持有物业。重点推荐：珠江股份，建议关注：华润置地、万科 A。风险提示：城中村改造政策落地不及预期；房地产市场景气度超预期下行。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松）

环保行业点评报告：安徽省生态环境厅发布关于全省危险废物利用处置能力建设的引导性通告

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(周环比-2.2%)，金属镍 17.18 万(周环比+2.0%)。根据模型测算单吨废三元毛利-1.34 万(周环比-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(同比+26%)，盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源销量 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: 陈孜文)

推荐个股及其他点评

诺辉健康 (06606.HK): 2023H1 半年报点评: 产品持续快速放量, 肿瘤早筛龙头未来可期

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 8.23 亿元 (+264.6%, 同比增长, 下同), 公司毛利约为 7.48 亿元, 毛利率为 90.9%, 经调整净利润为 0.61 亿元, 2022 年同期经调整净亏损约为 1.06 亿元, 业绩略超预期。 三大肿瘤早筛产品保持快速放量, 推动业绩高速增长: 公司的常卫清、噗噗管和幽幽管三大肿瘤早筛产品实现快速放量, 分产品看, 2023 年上半年: 1) 常卫清内地收入为 4.91 亿元 (+566.2%), 毛利率为 91.5%, 较去年同期提升 15.8 个百分点; 2) 噗噗管内地收入为 1.24 亿元 (+80.9%), 毛利率为 87.2%, 较去年同期提升 7.2 个百分点; 3) 幽幽管内地收入为 2.07 亿元 (+147.4%), 毛利率为 94.2%, 较去年同期提升 4.2 个百分点。公司产品快速放量主要得益于 1) 肿瘤早筛产品国内渗透率仍较低, 具有较大提升空间, 2) 肿瘤早筛知识的普及和居民健康意识的提升, 3) 公司产品的强大核心竞争力和 4) 公司灵活的销售渠道。 产品先发优势明显, 商业化产品建立准入壁垒, 研发管线拓展应用领域: 常卫清 2023 年上半年来自于各终端客户的量分别为: 公立三级医院 9600 份, 公立二级医院 1700 份, 民营医院 79500 份, 诊所/门诊部 54200 份, 其他 27000 份, 建立了良好的销售渠道。肿瘤早筛产品前期医生群体和患者群体的教育成本高, 常卫清已进入中国结直肠癌三部临床指南, 为后续在公立

医院的推广奠定了基础。公司产品 2023 年上半年已进入约 1300 家医院的处方目录，良好的终端客户基础为公司带来产品准入护城河，有望持续领先同行。同时，公司研发管线产品宫证清已取得 CE 认证并完成临床入组，宫证清针对临床需求量大的宫颈癌早筛人群，采用尿液取样，产品采样更加便捷无痛、应用场景更加广泛，具有良好的应用前景。 盈利预测与投资评级：业绩超出预期，由于公司产品在非公立医院中放量速度快于公立医院，我们调整公司产品放量速度，我们将公司 2023-2025 年营收由 14.49/26.28/46.02 亿元，调整为 16.68/27.26/41.25 亿元，2023-2025 年归母净利润由-0.44/3.39/10.73 亿元，调整为 2.24/4.48/8.46 亿元，对应 PE 分别为 42/21/11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险，企业研发进度不及预期及失败风险，颠覆性新技术出现风险，政策变动及合规风险

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明)

潮宏基 (002345)：2023 年中报点评：Q2 归母净利润同比+54%，传统黄金产品表现亮眼

投资要点 公司 2023 年 Q2 实现归母净利润同比增速 54%，公司于 2023 年 8 月 24 日晚披露 2023 年中报，2023H1 公司收入 30.06 亿元，同比+38.3%，实现归母净利润 2.09 亿元，同比+38.85%，实现扣非归母净利润 2.05 亿元，同比+40.4%。单拆 Q2，2023Q2，公司实现收入 14.8 亿元，同比+61%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比+54%。 加盟业务收入增长势头较好：分业务模式来看，2023H1 公司自营收入 17.96 亿元，同比+18.3%，毛利率 31.8%，同比-2.39pct，实现加盟代理收入 11.5 亿元，同比+83.3%，毛利率 19.92%，同比-6.7pct。主要因为自营门店仍在缩减中，加盟门店则处于较好的开店势头中。 传统黄金产品受益于行业高景气，时尚珠宝同样表现亮眼，凸显出公司较强的产品设计能力。分品类来看，2023H1 时尚珠宝收入 15.6 亿元，同比+23.47%，毛利率 31.96%，同比-5.44pct，传统黄金珠宝 11.2 亿元，同比+72.5%，毛利率 9%，同比+0.76pct。其中传统黄金珠宝主要受益于 2023 年以来金价上涨带来的黄金产品消费高景气度，时尚珠宝则一直是公司的强项，公司历来重视产品设计和工艺研发，消费者洞察能力强，“花丝”系列等产品消费者认可度高，品牌主力军 80 后、90 后、00 后人群占比接近 85%，占比提高明显。 加快市场开拓及渠道下沉，加盟门店稳步拓展中：截至 2023 年 6 月末，公司珠宝总门店 1218 家，较 2022 年末净增 60 家，其中自营店 295 家，2023H1 减少 29 家，加盟店 923 家，2023H1 净增 89 家。部分直营店转为了加盟店。 数字化转型，信息化管理提升终端运营效率：公司在 2020 年初快速实现千店千云店的智慧云店应用，并不断完善前、中、后台的供应链架构，形成统一归集的商品数据管理中心，实现库存全域共享，积极开展公私域直播，持续深化全天候全域的新零售商业模式，用户规模与粘度大幅扩大及提高。 盈利预测与投资评级：潮宏基是我国年轻的黄金珠宝品牌，拓店空间大，产品设计年轻时尚，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4 亿元/5 亿元/5.9 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。 风险提示：开店不及预期，终端消费恢复不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

亚太股份 (002284)：2023 年半年报点评：盈利中枢上移，线控产品加速落地

投资要点 公司公告：公司发布 2023 年半年报，业绩符合我们预期。2023H1 实现营业收入 17.55 亿元，同比增长 3.46%；实现归属母公司净利润 0.68 亿元，同比增长 111.39%；实现扣非归母净利润 0.41 亿

元，同比增长 112.81%。其中 2023Q2 实现营业收入 8.75 亿元，同比增长 18.96%，环比下降 0.53%；实现归属母公司净利润 0.3 亿元，同比增长 258.19%，环比下降 22.40%；实现扣非归母净利润 0.15 亿元，同比增长 2454.85%，环比下降 43.22%。核心自主车企放量推动收入同比提升，降本增效盈利中枢上移。2023 年 Q2 公司核心客户吉利/长安/上汽通用五菱分别实现产量 36.5/35.8/15.8 万辆，同比上年分别 +25%/+33%/-24%，环比+14%/-3%/+48%。2023Q2 毛利率为 18.15%，同比上升 4.92pct，环比增长 2.19pct，主要为公司持续降本增效、优化工艺所致；归母净利率为 3.39%，同比上升 2.26pct，环比下降 0.95pct，归母净利率环比下降主要系 Q2 研发费用及财务费用支出增加所致。电子+线控产品加速落地，产品结构多元打开成长空间。2023 年上半年公司新启动 45 个项目，其中有 23 个电子产品，该产品盈利能力更强、单车价值更高，有望推动公司收入和盈利中枢上移。One Box 线控制动产品 IBS 加速落地，公司公告目前已经取得两个 IBS 项目定点，智能化趋势下线控制动逐步成为标配，公司作为行业率先一批实现线控制动产品量产的公司有望打开更大市场。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 49.55/58.72/72.33 亿元，同比分别+32%/+18%/+23%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 1.79/2.57/3.32 亿元，同比分别+163%/+44%/+29%，对应 PE 分别为 39/27/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业销量不及预期；新产品开发不及预期；新客户开拓不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦）

新凤鸣（603225）：2023 年半年报点评：长丝量价齐升，看好下半年旺季行情开启

投资要点 事件：2023 年 8 月 24 日，公司发布 23H1 业绩，实现营业收入 282 亿元，同比+19%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比+22%；实现扣非净利润 3.7 亿，同比-3%。其中 23Q2 单季度，实现归母净利润 2.9 亿元，同比+166%、环比+53%，实现扣非净利润 2.6 亿，同比+282%、环比+125%。Q2 期间长丝量价齐升，盈利环比改善：1) 销量：23Q2 期间，公司实现长丝销售 182 万吨，环比+35%，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 126/37/20 万吨。2) 价格：23Q2 期间，公司 POY/FDY/DTY 不含税售价分别为 6789/7640/8396 元/吨，环比+94/+160/+57 元/吨。3) 盈利：按公告披露的产品和原材料价格测算，Q2 期间 POY/FDY/DTY 单吨理论利润为 42/305/347 元/吨（不考虑库存收益），环比+32/+81/+4 元/吨。旺季行情开启在即，看好涤纶长丝向上弹性：截至 8 月 24 日，涤纶长丝与下游织机开工率分别达 86%/64%，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 12.3/17.8/24.0 天，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，长丝盈利有望进一步修复。长丝投产高峰期已过，向后看产能增速边际放缓：根据百川盈孚统计，23 年国内共有 550 万吨长丝产能投放，其中 Q1-Q4 投产量分别为 235/80/125/110 万吨，Q1 投产量较多主要系去年行业亏损，部分产能延后至年初投放。站在当前时点，新增产能对于行业的影响已经基本消化，向后看，24 年起行业扩产边际放缓，供需格局有望持续优化。上下游建设同步推进，一体化优势持续巩固：1) 聚酯方面，截至 23 年 8 月，公司长丝/短纤产能分别达 740/120 万吨，明年预计还将新增投产 40 万吨长丝。2) PTA 方面，公司拟新建 540 万吨 PTA 项目，到 2026 年实现千万吨级产能，届时公司聚酯产品将实现原料完全自供给。印尼炼化项目正式启动，全产业链布局打开成长空间：公司携手桐昆股份在印尼布局 1600 万吨/

年炼化一体化项目，年产 PX 520 万吨、乙烯 80 万吨，成品油收率低于 30%。印尼项目的布局有助于公司打通产业链的最后一环，也为公司开启大化工和新材料转型提供了平台基础。盈利预测与投资评级：考虑到长丝供需改善，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 11.0/20.8/25.9 亿元（此前为 10.1/16.2/19.5 亿元），按照 8 月 24 日收盘价计算，对应 PE 为 17.3/9.2/7.4 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求复苏不及预期，项目审批不及预期，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）

景津装备（603279）：2023 年中报点评：业绩持续高增，原料成本低位利润率提升

投资要点 事件：2023H1 公司实现营收 30.55 亿元，同增 16.71%，归母净利润 4.79 亿元，同增 33.54%，加权平均 ROE 同增 1.03pct 至 11.16%。2023H1 业绩高增 34%，原料成本低位利润率提升。2023H1 公司归母增速高于收入增速，主要系聚丙烯、钢材等原材料价格处于低位，毛利率同比提升 3.09pct 至 32.44%，叠加期间费用率同降 0.28pct 至 10.26%。2023Q2 单季度营收 15.88 亿元，同增 7.75%，归母净利润 2.65 亿元，同增 28.93%。新能源&矿加领域收入持续高增，环保小幅改善。分下游领域来看，1) 环保：营收 7.12 亿元，同增 5%，收入占比 23.29%，同减 2.56pct。2) 矿物及加工：营收 8.46 亿元，同增 29%，收入占比 27.69%，同增 2.63pct。3) 新能源新材料：营收 8.19 亿元，同增 55%，收入占比 26.81%，同增 6.57pct。4) 化工：营收 3.69 亿元，同减 0.5%，收入占比 12.07%，同减 2.09pct；5) 砂石：营收 1.55 亿元，同减 25%，占比 5.08%，同减 2.81pct。6) 生物医药：营收 1.54 亿元，同减 13%，占比 5.05%，同减 1.76pct。2023H1 配件及配套设备收入占比提升，海外收入增速 53%超国内。2023H1，1) 分产品来看，压滤机整机收入 25.31 亿元，占比 82.83%，较 2022 年整机收入占比-0.80pct，配件及配套设备收入 5.16 亿元，占比 16.89%，较 2022 年配件及配套设备收入占比+0.81pct。2) 分区域来看，2023H1 国内收入 28.82 亿元，同增 15.06%；海外收入 1.74 亿元，同增 53.09%，占比 5.68%，同增 1.35pct。收到承兑汇票增加&现金减少，经营性现金流净额承压。2023H1，1) 经营活动现金流净额 0.04 亿元，同降 99.02%，主要系销售产品收到承兑汇票增加而现金减少，以及支付薪酬、交纳税费等支付现金增加所致。2) 投资活动现金流净额 0.36 亿元，上年同期为-2.37 亿元；3) 筹资活动现金流净额-5.20 亿元，上年同期为-2.69 亿元。全球压滤机龙头，一体化配套设备&出海铸就新成长。公司作为压滤机行业龙头，市占率长期 40%+。公司产业地位突出，具备顺价能力，毛利率维持 30%+，盈利水平持续提升，加权平均 ROE 从 2016 年 10%提升至 2022 年的 23%，净现比大于 1。压滤机下游应用领域多元化，一体化配套设备产能扩张+发力国际市场，打开成长空间。盈利预测与投资评级：压滤机龙头地位稳固，一体化配套设备&出海打开新成长。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 10.72/13.67/ 17.09 亿元，对应 15、12、9 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产低于预期，竞争加剧，宏观经济及原材料价格波动。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

浙江鼎力（603338）：全球高空作业平台龙头，受益海外高景气及臂式产品放量

投资要点 浙江鼎力：高空作业平台民营龙头，全球竞争力突出 浙江鼎力是全球领先高空作业平台制造商，产品覆盖臂式、剪叉式和桅

柱式，已实现全系列电动化。公司海外竞争力突出，连续多年入选《Access International》发布的“全球高空作业平台制造企业 20 强榜单”前十强。受益于国内高机行业快速发展、海外市场拓展，2015-2022 年营收复合增速达 42%，归母净利润复合增速达 39%。2023 上半年受益于海外场景景气复苏，原材料及海运费等压制利润率因素消除，公司实现营业总收入 31 亿元，同比增长 5%，归母净利润 8 亿元，同比增长 45%，成长性优秀。

高机行业：国内外周期共振，行业处于景气周期 高机为登高作业辅助工具，周期性弱于传统工程机械，主要市场为欧美等发达国家和地区，其中北美为第一大市场，占比约 41%。高机行业发展存在区域分化：（1）海外：市场需求以存量更新为主，2021 年起进入疫后修复阶段，JLG、Genie 在手订单至今维持在历史高位。2023Q2 JLG、Genie 分别实现营收 13/8 亿美元，同比增长 36%/38%，联合租赁实现租金收入 30 亿美元，同比增长 30%，海外高机市场需求旺盛。中期看，北美、南美等基建刺激政策有望逐步落地，支撑行业景气度。JLG 订单已排至 2024 年下半年，年内两次上调盈利预测，并计划两三年内投资 1.2 亿美元扩产；北美大型租赁商联合租赁计划持续扩大车队规模，并且每年更新替换 10%-12% 的设备。（2）国内：受益城中村改造，保有量仍有数倍提升空间。2023 年中央与各地出台多项政策支持城中村改造，老旧小区改造、建筑翻新刷粉、玻璃清洗均需要应用高机，设备需求有望持续增长。对标欧美，中国高机人均保有量及渗透率仍处低位，2021 年从高机人均保有量来看，美国、欧洲十国、中国高机人均保有量分别为 22、9、2 台/万人，单位 GDP 对应高机台数分别为 3.1、1.9、1.9 台/亿美元，对标成熟市场仍有翻倍提升空间。受益需求+产能双重周期，“臂式+电动化”带动产品结构优化 展望未来，公司有望受益行业需求及自身产能双重周期，迎来高速增长。

①充分受益高机市场高景气：海外高机行业起步较早，已培养出 JLG、Terex 等跨国龙头，竞争格局稳定，2022 年 CR5 约 49%，2022 年鼎力全球份额位居第五，仍有较大提升空间。在海外需求旺盛、供应不足背景下，公司有望凭借交付优势获取海外份额，2022 年公司海外/国内毛利率分别为 33.7%/21.6%，海外拓展有望拉动公司盈利能力上移。

②高端“臂式+电动化”产品结构升级：臂式相较于剪叉式使用范围更广、价值及壁垒更高，未来行业趋势向臂式（尤其是电动化臂式）产品转型。2021 年公司定增扩产加码高端臂式产品，有望迎来产品结构优化和盈利能力中枢上移。

盈利预测与投资评级：公司有望深度受益高机行业景气周期、高端产品结构优化，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测为 15/18/22 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/14/12，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、汇率波动风险、新品下游接受度不及预期

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

快手-W (01024.HK)：2023Q2 业绩点评：变现效率持续提升，看好公司后续利润释放

投资要点 业绩概览：2023Q2 公司收入 277 亿元，YoY+27.9%，超过市场一致预期；集团上市后首次实现会计准则净利润 14.8 亿元，经调整净利润为 26.9 亿元，大幅超出市场一致预期。用户规模再创历史新高。2023Q2 公司 MAU 达 6.73 亿，YoY+14.8%；DAU 达 3.76 亿，YoY+8.3%；我们预计公司将于 2024 年下半年达成中期 4 亿 DAU 目标；互关用户对数累计达到 311 亿对，YoY+50%。2023Q2 公司继续丰富各垂类的内容供给，持续优化用户增长策略，并利用大语言模型的技术能力提高搜索的智能化程度。广告和电商业务的增长推动公

司营业收入的出色表现。1)广告: 2023Q2 公司在线营销业务收入 143.5 亿元, YoY+30.4%, 主要是由于内循环广告增长的驱动, 其收入占比超过 50%; 广义外循环广告恢复同比正向增长, YoY 超过+10%; 从“全店 ROI”到“全站推广”, 公司持续加强产品能力和基础设施建设, 推动电商商家 ROI 的提升。2)直播: 2023Q2 公司直播业务收入 99.7 亿元, YoY+16.4%; 平均月付费用户数达 6012 万, 主要得益于内容供给的持续丰富; 考虑到工会入驻红利结束以及行业监管趋严, 我们预计此后直播业务将回到高个位数增长。3)电商: 2023Q2 公司 GMV 达 2655 亿元, YoY+38.9%; 包括电商业务在内的其他收入达 34.3 亿元, YoY+61.4%。平台电商生态持续好转, 活跃商家数量和电商月活跃付费用户数量的增加, 带动电商 GMV 的增长。降本增效下, 公司利润实现里程碑突破。集团实现上市后首次会计准则净利润 14.8 亿元, 经调整净利润为 26.9 亿元, 大幅超出市场一致预期。随着国内业务盈利能力和海外业务变现能力的持续提升, 公司营收实现高增长; 同时, 公司进一步严格控制研发、销售等各费用支出, 2023Q2 单设备获客和维持成本都在降低。盈利预测与投资评级: 我们看好公司独特的社区文化、电商商业化的加速, 以及利润的持续释放。我们将公司 2023-2025 年收入由 1124/1271/1404 亿元调整至 1133/1278/1413 亿元, 对应经调整净利润为 75/145/197 亿元, 对应 2024 年经调整 PE 为 18 倍, 维持“买入”评级 风险提示: 市场竞争风险, 商业化不及预期风险, 国际局势风险。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 何逊玥)

特步国际 (01368.HK): 23H1 业绩点评: 主品牌稳健增长, 索康尼首次盈利

投资要点 公司公布 23H1 业绩: 23H1 营收 65.22 亿元/yoy+14.8%、归母净利润 6.65 亿元/yoy+12.7%、扣非净利润 4.06 亿元/yoy+9.79%, 中期派息每股 13.7 港仙、派息比率 50%。收入增长略低于终端流水表现(23Q1/Q2 主品牌全渠道零售流水分别同比增长约 20%/高双位数)、主因上半年终端零售存在清库; 净利增速低于收入、主因低利润率的新品牌收入占比提升, 主品牌净利增速快于收入(23H1 主品牌收入/净利分别同比+10.9%/+12.7%), 扣非净利增速低于归母净利、主因政府补贴增多(23H1/22H1 分别为 2.3/1.6 亿元)。23H1 毛利率同比+0.8pct 至 42.9%、期间费用率同比+3.1pct 至 33.9% (销售/管理/财务费用率分别同比+4.64/-1.81/+0.27pct, 销售费用率提升较多主因上半年马拉松赛事及世界大学生运动会赞助支出增多)、经营利润率同比-1.1pct 至 15.1%、净利润率同比-0.2pct 至 10.2%。截至 23H1 末公司存货 24.1 亿元/yoy+4.1%、存货周转天数 113 天/同比+9 天。主品牌特步: 深耕跑步, 收入稳健增长、净利率持平略升。1)收入: 23H1 收入 54.3 亿元/yoy+10.9%/收入占比 83.2%, 其中成人/儿童收入分别为 46/8.3 亿元、分别同比+10.2%/+15.3%、分别占主品牌收入的 85%/15%。截至 23H1 末特步品牌门店 7833 家(成人 6313+儿童 1520 家)、较 22H1 末净增 300 家(成人 192 家+儿童 108 家)、同比+3.9%(成人+3.1%&儿童+7.3%)。成人继续深耕跑步领域, 上半年赞助了 10 场马拉松赛事, 特步跑鞋的马拉松运动员百强穿着率达 42%。儿童方面推出多款专业跑鞋, 上半年收入增速快于成人。2)利润率: 23H1 毛利率同比+0.9pct 至 43.1%、经营利润率同比-0.2pct 至 20.4%、净利润率同比+0.2pct 至 16%, 毛利率提升主因专业品类占比提升, 经营利润率略降主因疫情后马拉松赛事赞助增加及世界大学生运动会推广支出增加, 净利润率略升主因税务开支减少。3)库存: 截至 23H1 末存货周转天数在 5 个月内, 预计下半年继续处理库存、到年底有望控制到 4 个月内。 时

尚运动（盖世威 K+帕拉丁 P）：不利环境下收入保持较快增长，仍处亏损状态。1）收入：23H1 收入 7.5 亿元/同比+18.9%/收入占比 11.5%，海外市场受通胀影响同比持平、增长主因来自中国市场。截至 23H1 末亚太地区门店 140 家（K80+P60 家）、较 22H1 末净开 19 家（K+30&P-11 家）、同比+16%（K+60%&P-15%）。2）利润率：23H1 毛利率同比+2.2pct 至 42%，经营利润率同比-0.4pct 至-8.9%，毛利率改善主因国内市场占比提升（国内以 DTC 为主、海外以批发为主，国内毛利率高于海外），经营亏损加大主因拓展国内市场相关费用增加。专业运动（索康尼 S+迈乐 M）：收入高增，索康尼为首个实现盈利的新品牌。1）收入：23H1 收入 3.44 亿元/yoy+119.9%，索康尼凭借优越性能+品牌曝光率提升+出色产品设计，在国内专业跑者市场深受关注，开店+店效提升+电商共同驱动收入实现翻倍以上增长。截至 23H1 末中国内地门店 85 家（S80+M5 家）、较 22H1 末净开 32 家（S+34&M-2 家）、同比+60%（S+74%&M-29%）。2）利润率：23H1 毛利率 52.7%、同比持平，经营利润率 3.9%/+6pct，销售强劲增长下盈利水平显著改善，索康尼成为首个实现盈利的新品牌，也是管理层运营新品牌能力的体现。盈利预测与投资评级：公司为国内领先运动服饰品牌，23H1 在国内疫情放开环境下，整体收入稳健增长，毛利率小幅提升、费用率提升较多，净利增长略低于收入，库存小幅增加。其中主品牌收入保持双位数增长、净利率持平略增，时尚运动海外市场平淡、国内市场促收入高双位数增长、仍处亏损状态，专业运动表现强劲、首次实现盈利。下半年我们预计公司将继续推动库存清理，在费用控制及小品牌规模扩大带动下利润率有望改善。管理层维持全年收入增长 15%-20%、利润增速快于收入的业绩指引不变，我们维持 23-25 年归母净利润 11.2/14.1/17.2 亿元的预测、对应 PE 为 17/13/11X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费恢复不及预期，库存消化不及预期，疫情反复。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

百度集团-SW (09888.HK)：2023Q2 点评：广告基本盘回暖，AI 商业化可期

投资要点 业绩概览：2023Q2 公司收入和经调整净利润均超市场预期。2023Q2 公司营业收入 341 亿元，同比增长 15%，市场预期 333 亿元；Non-GAAP 经营利润 73 亿元，同比增长 34%，市场预期 65 亿元；Non-GAAP 净利润 80 亿元，同比增长 44%，市场预期 58 亿元。广告业务加速回暖，下半年展望积极。2023Q2 百度核心收入 264 亿元，同比增长 14%；其中在线营销收入 196 亿元，同比增长 15%，主要由医疗健康、本地服务和旅游等线下垂类行业及电商的投放需求增长拉动。2023 年 6 月，百度 APP 月活用户达 6.77 亿，同比增加 8%，托管页收入占百度核心在线营销收入达 52%。展望 Q3，管理层预计高基数下广告收入同比增速将较 Q2 放缓，而利润绝对值将继续增长；从两年 CAGR 来看，广告收入下半年增速将快于上半年。推出 ERNIE 3.5，商业化可期。2023 年 5 月，百度推出 ERNIE 3.5，作为百度对话式人工智能机器人文心一言的最新基础模型，ERNIE 3.5 在算法、行业覆盖、开发者工具及生态系统等多个领域表现优异。在 LLM 变现模式方面，公司认为基于更快的流量积累和更高的客户转化率，大模型在搜索广告等 2C 端变现速度更快。虽然目前牌照发放时间尚未明确，但管理层认为监管态度越来越积极。同时，公司预计年底前推出 ERNIE 4.0，能力对标 ChatGPT。云计算收入增速边际放缓，盈利能力保持稳定。2023Q2 云计算收入 45 亿元，同比增速放缓至 5%，主要受 ACE 拖累，而制造业、金融和互联网服务等关键垂直行业保持两

位数增长。2023年8月，百度自主研发的开源深度学习框架飞桨已增长至800万开发者。百度AI云已连续三个季度实现盈利，管理层预计监管放开大模型在AI云的使用后，云计算的经营利润率将提升至双位数。智能驾驶稳步推进。2023Q2萝卜快跑单量同增149%至71.4万单，截至6月底累计单量达330万单。萝卜快跑于6月取得向深圳坪山区公众提供车内无驾驶员或安全操作员的自动驾驶出行服务的许可，获准城市扩大至四个（北京、深圳、武汉及重庆）；且于7月取得在上海浦东新区的开放道路上开展全无人驾驶员或安全操作员的自动驾驶测试。盈利预测与投资评级：我们看好宏观环境恢复对公司核心广告业务的促进，也看好公司在生成式AI的投入和先发优势。我们将公司2023-2025年收入预测由1354/1472/1592亿元调整至1377/1500/1639亿元，将Non-GAAP净利润由247/271/300亿元调整至271/295/329亿元，对应2023年Non-GAAP PE为12倍，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，技术发展不及预期风险，AI伦理风险，自动驾驶，技术风险，市场竞争风险。

（证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥）

中集车辆（301039）：2023半年报点评：Q2毛利率表现靓丽，各业务全面向好

投资要点 公告要点：公司披露2023年半年报，2023Q2实现营收68.86亿元，同环比分别+13.56%/+4.58%；归母净利润14.17亿元，同环比分别+487.26%/+195.53%；扣非后归母净利润5.57亿元，同环比分别+127.34%/+16.24%，Q2净利润处于业绩预告中值水平，符合我们预期。1）营收维度，北美业务/灯塔先锋业务/欧洲业务的半年度收入分别为62.3/22.8/16.3亿元，同比分别+34.59%/-2.02%/+28.15%，北美业务发展持续超预期向上。2023H1北美半挂车产量20.4万辆，同比10.9%，北美半挂车高需求延续。欧洲业务凭借稳定的全球供应链体系，实现稳健增长。2023年H1本公司在全球销售各类车辆73,404辆/台套，销量同比保持稳定。公司全球半挂车业务收入达人民币102.68亿元，同比+25%；毛利率同比+11pct；专用车上装业务小幅下滑。2）毛利率维度，Q2实现毛利率20.17%，同环比分别+8.24/+1.7pct，同环比均提升主要系原材料价格企稳、产品结构优化、销售模式创新、灯塔制造网络提升规模效应。灯塔先锋业务稳固国内市场底盘同时开拓海外新兴市场，毛利率同比+3.23pct；北美业务毛利率表现靓丽主要系承接去年产品涨价及海运费下降的惯性趋势，叠加美元在2023年上半年走强带来的汇兑收益所致；同时，公司持续优化欧洲业务管理体系和制造流程，完善灯塔制造网络，提升效率，欧洲业务毛利率同比+1.81pct。3）费用率维度，Q2公司销管研费用率分别3.08%/5.0%/1.13%，同比分别-2.29/-4.40/-1.39pct，环比分别+0.78/+0.61/-0.26pct。4）净利率维度：公司Q2扣非归母净利率为8.08%，同环比分别+4.05/+0.81pct。全球半挂龙头主业持续发力，新能源转型提速。半挂主业量价齐升，国内物流需求增加带动半挂车行业总量回升；中集车辆作为半挂龙头，未来有望充分受益车队集成规模化采购红利，份额持续提升。专用车行业受益于国内经济复苏，基建/物流回暖，总量提升可期；公司专用车业务品类丰富强冠集团/太字节业务集团覆盖多用途车型上装，有望率先受益行业上行红利。中长期维度，公司乘新能源东风，积极布局电动半挂/专用车，份额提升可期。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023~2025年盈利预测，归母净利润分别26.71/23.63/32.73亿元，分别同比+139%/-12%/+38%，对应EPS分别为1.32/1.17/1.62元，对应PE估值分别为10/12/8倍，维持“买入”评级。风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外

经济波动超预期等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 杨惠冰)

盛通股份(002599): 2023年中报点评: 教育板块毛利率提升明显, 乐博乐博招生稳步恢复中

投资要点 2023年Q2归母净利润亏损幅度同比减小: 2023年H1公司实现收入11.65亿元, 同比+15.0%, 实现归母净利润亏损3121万元, 同比+5.2%, 实现扣非归母净利润亏损3284万元, 同比+7.7%。单拆Q2, 公司实现收入5.69亿元, 同比+13.6%, 实现归母净利润亏损683万元, 同比+15.8%, 实现扣非归母净利润亏损692万元, 同比+19.4%。2023年H1教育板块业务稳步恢复中: 分行业看, 2023年H1, 公司印刷综合服务实现收入9.8亿元, 同比+14.5%, 其中书刊/包装印刷实现收入8.46/1.34亿元, 同比+18.0%/-3.7%。科技教育服务实现收入1.85亿元, 同比+17.6%, 其中公司科技教育之学员服务实现收入1.38亿元, 同比+17.1%, 机构服务实现收入4726万元, 同比+19.09%, 2023年H1, 公司全资子公司盛通知行与腾讯云计算(北京)有限责任公司签署了《战略合作协议》, 双方拟在青少年人工智能教育生态领域开展合作。2023年H1教育板块盈利爬坡中, 费用率同比明显改善: 2023年H1, 公司整体毛利率为12.3%, 同比-1.91pct, 其中印刷板块毛利率9.2%, 同比下滑3.97pct。教育板块中, 2C端学员服务和机构服务毛利率分别为21.54%/49.84%, 同比+10.66pct/+3.35pct, 主要因为2023年H1公司旗下乐博乐博品牌招生逐步恢复, 线下直营门店盈利爬坡中, 带动毛利率提升。公司整体销售费用率为5.42%, 同比改善0.32pct; 管理费用率8.03%, 同比改善1.54pct。公司围绕STEM素质类青少年编程培训, 有望顺应AI发展浪潮快速发展: 盛通自2017年收购乐博乐博进入教育赛道以来, 先后入主多家科技教育和AI人工智能头部企业, 公司旗下乐博乐博2022年品牌门店数约在600-700家, 2021年收入规模达到3.8亿元, 仍在门店爬坡期, 我们认为未来随着AI的迅速成长, 公司的机器人培训课程需求也有望得到明显增长。盈利预测与投资评级: 公司是我国A股青少年机器人培训第一股, 旗下乐博乐博品牌享有较好口碑, AI浪潮下, 公司机器人编程课程未来有望享有更广阔的增长空间, 考虑到印刷业务受到经济波动性影响较大, 我们下调公司2023-2025年归母净利润从1.6/2.2/2.9亿元至0.7/1.5/2.4亿元, 最新收盘价对应公司2023-25年PE分别为53/25/16倍, 维持“买入”评级。风险提示: 开店不及预期, 终端消费恢复不及预期等

(证券分析师: 吴劲草)

国际医学(000516): 2023年半年报点评: 上半年业绩符合预期, 核心医院业务规模稳步提升

投资要点 事情: 公司2023年上半年实现收入22.1亿元(+106.91%, 较2023年同期增长106.91%), 归母净利润-2.22亿元(+62.69%), 公司经营性现金流充沛, 2023H1经营性活动现金流为4.1亿元(+302.55%)。单Q2季度, 公司实现收入11.51亿元(+50.78%), 归母净利润-1.48亿元(+11.83%) 核心医院业务规模进一步扩大, 高新医院利润超翻倍增长, 中心医院门诊量、住院量快速提升。2023年H1, 门急诊服务总量达106.81万人次(+82.99%), 住院服务量8.59万人次(+96.57%)。分院区来看, 2023年上半年, 西安高新医院门急诊量同比提升71.88%, 住院服务量同比提升98.05%, 手术量同比增长92.05%, 实现营收7.11亿元(+89.02%), 实现净利润3449万元(+140.32%)。西安国际医学中心医院2023H1门急诊量达52.46万人次(+163.49%), 住院服务量5.54万人次(+123.39%), 手术量2.62万

台次(+104.69%)，日门诊服务最高超 4500 人次。业务扩张速度亮眼，2023H1，西安国际医学中心医院实现收入 14.25 亿元(+123.02%)，利润端较去年亏损大幅下降。此外，商洛国际医学中心医院 99% 的股权已于 2023 年 8 月 22 日完成工商变更，公司资产结构进一步优化。综合医疗服务水平不断提升，多样化特色专科打开长期增长空间。公司加强优势学科建设和人才梯队培养，2023H1，高新医院开展新技术、新项目数量同比增长 80%，新增医联体合作医院 14 家(+60.87%)；西安国际中心医院新开 32 个科室，设有整形医院、康复医院、骨科医院、产科医院等十大专科医院的北院区试运营，高水平人才引进速度加快，中心医院 2023H1 引入各类人员 854 人，其中国家级学术任职 31 人。由 20 个专科医院组成的国际医学城初具雏形，未来有望满足广大患者多样化的医疗健康需求。盈利预测与投资评级：考虑到新院区带来折旧增加等影响，我们将 2023-2025 年公司归母净利润由-1.17/2.25/4.82 亿元下调到-2.97/1.92/4.27 亿元，当前市值对应 24-25 年的 PE 为 93/42X。考虑到公司作为民营综合医院稀缺标的，核心医院爬坡速度亮眼，股价调整后具有较高性价比，上调为“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧下床位爬坡不及预期风险，政策风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

东华能源(002221)：2023 年半年报点评：茂名项目有序推进，氢气销售稳步提升

投资要点 事件：公司发布 23H1 业绩，实现营收 142 亿元，同比-6%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比-41%；实现扣非净利润 0.5 亿，同比-48%。其中 23Q2 单季度，实现营收 71 亿元，同比-14%、环比-2%，实现归母净利润 0.3 亿元，同比-12%、环比-34%，实现扣非净利润 0.3 亿元，同比+32%、环比+3%。终端需求缓慢修复，PDH-聚丙烯盈利仍有较大修复空间：1) 年初以来，聚丙烯下游需求有所修复，根据百川盈孚数据，2023 年 1-7 月国内聚丙烯实现表观消费量 2012 万吨，同比增长 12%。2) 目前 PDH-聚丙烯行业仍处于景气底部，截至 8 月 18 日，PDH-丙烷价差为 675 元/吨，聚丙烯-丙烯价差为 651 元/吨，分别处于近十年 12%/27%分位值，未来仍有较大改善空间。3) 展望后市，随着淡季结束，聚丙烯下游需求有望进一步回暖，叠加下半年原油价格高位企稳，PDH 较油制路线超额优势有望继续维持。茂名项目有序推进，目前已全面转入试车阶段。公司现有张家港、宁波、茂名三大生产基地，已投产 PDH/PP 产能为 180/160 万吨，另外茂名基地还有 60/40/20 万吨 PDH/PP/合成氨产能处于在建状态。目前该项目进展顺利，工程进度达到 99%，已全面转入试车阶段。未来公司会重点在茂名发展 PDH-丙烯腈产业链，将茂名打造成公司最重要的生产基地和研发中心，实现再次转型升级。氢气销售稳步提升，碳中和转型有序推进。1) 23H1，公司实现氢气销售 1.25 万吨，收入 1.69 亿元，同比增长 1.8%。公司作为国内最大的 PDH 生产商，副产氢规模约 9 万吨/年，远期规划总产能达 30 万吨/年。2) 氢气的高值化利用是公司盈利提升的关键，8 月 8 日，国家发改委等六部门联合印发《氢能产业标准体系建设指南(2023 版)》，有望从氢能全产业链标准体系建设层面着手，进一步加快氢能的推广应用。3) 中长期看，公司还携手中国核电成立中核东华茂名绿能有限公司，依托高温气冷堆技术探索大规模核能制氢，有望为公司打开远期成长空间。盈利预测与投资评级：综合考虑下游复苏节奏，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 3.1、9.0、14.2 亿元(此前为 4.2、10.2 和 15.2 亿元)，按 2023 年 8 月 23 日收盘价计算，对应 PE 分别 45.5、15.7 和 10.0 倍。茂名项目有序推进，氢能布局未来可期，维持“买入”评级。风险提示：

项目审批进度推迟，需求复苏弱于预期，PDH 竞争加剧

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 袁理 证
券分析师: 陈李 证券分析师: 郭晶晶 证券分析师: 陈孜文 研
究助理: 何亦桢)

中海油服 (601808): 2023 年半年度点评: 作业量大幅提升, Q2 业绩环比明显改善

投资要点 事件: 公司发布 23H1 业绩, 实现营业收入 188.74 亿元, 同比+24%; 实现归母净利润 13.39 亿元, 同比+21%; 实现扣非归母净利润 12.8 亿元, 同比+25%。其中 23Q2 单季度, 实现营业收入 104.17 亿元, 同比+24%、环比+23%, 实现归母净利润 9.35 亿元, 同比+17%、环比+131%, 实现扣非净利润 8.96 亿元, 同比+18%、环比+132%。

半潜式钻井平台作业天数和使用率大幅上升: 2023 年上半年, 公司钻井平台作业 8789 天, 同比增加 772 天, 增幅 9.6%, 其中, 自升式钻井平台作业 6807 天, 同比增幅 2.6%; 半潜式钻井平台作业 1982 天, 同比增幅 43.1%。同时, 钻井平台日历天使用率同比增加 2pct 至 79.4%, 其中, 自升式钻井平台日历天使用率同比减少 4.2pct 至 79.7%, 半潜式钻井平台日历天使用率同比增加 21.8pct 至 78.2%。油田技术服务板块作业量攀升, 海外业务持续开拓: 2023 年上半年, 公司油田技术服务主要业务线作业量均同比上升, 板块整体收入约 106 亿元, 同比 +40.4%。海外业务开拓方面, 2023 年上半年, 公司凭借优异的技术服务, 成功中标东南亚大型固井加钻完井液联合服务项目、陆地弃井服务合同和弃置一体化项目, 实现区域市场高端客户的首次突破; 成功获得美洲钻完井一体化服务项目; 签订美洲固控设备技术大额服务合同, 实现了技术板块服务从“散合同”到“大合同”的良好发展局面。

船舶业务作业量进一步增长: 2023 年上半年, 公司经营和管理三用作业船、平台供应船、油田守护船等 170 余艘, 拉动本期作业天数同比增加 940 天至 27191 天, 增幅 3.6%。其中, 平台供应船、修井支持船作业天数增幅较大, 增幅分别达到 13.6%和 40.0%。紧跟市场需求优化资源配置, 二维采集作业量大幅增长: 2023 年上半年, 受市场布局和产能调整影响, 公司二维采集工作量从 1353 公里大幅增加至 12931 公里, 同比增加 855.7%。同时, 三维采集、海底电缆和海底节点受项目安排影响, 作业量同比有所下降。

盈利预测与投资评级: 基于公司在国内外项目的开展情况, 以及公司工作量大幅增加, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 36、43 和 50 亿元, 同比增速分别为 51%、21%、16%, 按照 2023 年 8 月 23 日收盘价, 对应 PE 分别为 20、16 和 14 倍。我们认为公司坚持“国际化”和技术创新“一体化”发展战略, 盈利能力在未来有望腾飞, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济波动和油价下行风险; 地缘政治风险; 汇率波动风险。

(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)

金山办公 (688111): 业绩坚韧好于预期, 信创/AI 催化在即

投资要点 中报业绩好于预期, 云业务高速增长、云占比进一步提升: 2023 年上半年公司实现收入 21.72 亿 (yoy+21.25%), 符合预期, 归母净利润 5.99 亿 (yoy+15.32%), 扣非归母净利润 5.76 亿 (yoy+39.88%), 好于预期; 二季度实现收入 11.21 亿 (yoy+21.36%), 归母净利润 3.32 亿 (yoy+23.46%), 扣非归母净利润 3.26 亿 (yoy+54.64%)。上半年公司订阅类收入 (B+C) 合计 16.7 亿, 订阅增速 35%、订阅占比已达 77%, 伴随信创、云化趋势, 收入持续健康增长。C 端订阅: 年费化持续提升 ARPU, 会员体系变革 H2 有望

见效。 1) 收入: 上半年 C 端订阅收入 12.5 亿 (yoy+33.24%), 其中 Q2 收入 6.64 亿 (yoy+29.15%, 环比+12.7%), 在高基数基础上实现了良好增长。 2) 用户: 2023H1 期末, 公司 PC 端 MAD 达 2.53 亿 (yoy+9%), 移动端 MAD 达 3.27 亿 (yoy-2.1%); 3) 付费: 公司累计年度付费个人会员数达 3324 万 (yoy+16.4%), 以 PC 活跃粗算付费渗透率已达 13.1%; 23H1 期末 ARPU 提升至 71.06 元 (yoy+17%), 代表 1 年以上长周期会员购买情况的“其他非流动负债”科目从 23Q1 的 3 亿增长至 3.8 亿, 年费化效果显著。 考虑到公司 Q2 会员体系升级带来的短期影响, C 端实际付费转化仍处于健康增长趋势, 提升了会员 SKU 和 ARPU 上限; 根据爱奇艺等订阅类产品的涨价案例, 我们判断下半年 WPS C 端 ARPU 和收入提升有望实现更显著的兑现。

B 端订阅: 上半年高速增长, 下半年受益行业信创有望进一步提速。上半年收入 4.18 亿 (yoy+40.38%), Q2 收入 2.05 亿 (yoy+33.85%, 环比-3.76%), 增长节奏良好。 1) 行业信创: Q3 以来我们观察到中交集团、邮政集团、中信银行等行业信创大单频出, 体现了下半年行业信创加速趋势, 金山办公有望受益。考虑到上半年各央国企巡视对新签订单带来的潜在影响, 我们判断 B 端订阅下半年增长应好于上半年。 2) 公有云: 上半年公司数字办公产品新增政企客户 (不含 SaaS) 1,700 余家; 公有云领域 SaaS 付费企业数同比增长 54%, 付费企业续约率超 70%, 金额续费率超 100%, 带动公有云领域相关收入同比增长 100%。我们认为全年公有云业务有望延续翻倍式高速增长。 B 端授权: 党政信创大规模招标临近, 新一轮业绩弹性在即。上半年实现收入 3.61 亿元 (yoy-14%), 其中 Q2 收入 1.79 亿 (yoy-4.7%)。考虑上半年党政信创招标尚未大规模启动, 我们判断非信创的正版化授权业务弥补了信创业务部分的下滑。伴随以区县信创为代表的新一轮信创推进, 公司有望凭借领先的格局优势显著受益。 财务指标: 利润率回升显著, 费用率环比下降, 人员薪酬影响已充分消化, 盈利能力、现金流下半年有望进一步改善。 1) 盈利能力: 2023H1 毛利率、净利率分别为 86.07%、27.59% (同比+0.96/-1.94pcts), 2023Q2 毛利率、净利率分别为 85.37%、29.63% (同比+1.59/+0pcts), 二季度盈利环比改善显著 (净利率较 Q1 提升 4.2pcts)。 2) 三费: 2023H1 销售/研发/管理费用率为 21.9%/33.01%/9.57%, 同比分别变化+2.04/-2.91/-1.84pcts, 环比均较 Q1 下降。 3) 合同负债还原: 2023H1 期末, 公司合同负债等科目合计达 21.88 亿 (yoy+13.37%), 相比 23Q1 期末增长 0.68 亿, 相比 22Q4 期末增长 0.3 亿; 将合同负债增加值还原后, 2023H1 还原收入为 22.02 亿 (yoy+8.03%)、2023Q2 还原收入为 11.89 亿 (yoy+16.31%)。 4) 现金流: 上半年公司销售商品、提供劳务收到现金 21.9 亿, 与总收入 21.7 亿接近, 主要系合同负债等预收类科目在信创启动前增长一般所致; 2022、2023 上半年公司人员增长较少, 薪酬增长带来的费用和现金流影响已经充分消化, 我们判断下半年有望进一步改善。 AI 进展: 功能持续迭代, 开放逐步打开。WPS AI 目前已进入常态化更新, 锚定 AIGC (内容创作)、Copilot (智慧助手)、Insight (知识洞察) 三个战略方向发展。国内 WPS AI 内测范围不断扩大, 海外 WPS AI 接入 OpenAI、PaLM2 等优质大模型、已全面开放公测, 伴随后续备案落地, 有望开放国内公测、获取增量用户的活跃/付费提升。微软 Copilot 30 美元/月的 B 端定价超出市场预期, WPS AI 未来带来的付费渗透率提升和 ARPU 天花板打开想象空间巨大。 盈利预测与投资评级: 伴随 C 端年费化、会员体系变革、AI 提升付费率和 ARPU, B 端信创、订阅化趋势持续推进, 我们看好公司 AI 应用端优质资产的投资价值。维持 2023-2025 年收入 48.08/66.24/94.87 亿;

维持 2023-2025 年净利润预测 13.27/19.68/28.98 亿。维持“买入”评级。风险提示：产品迭代不及预期，付费转化不及预期，行业竞争加剧，下游 IT 支出低于预期。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：李康桥)

泡泡玛特 (09992.HK): 23H1 业绩点评: 业绩符合预期, 海外第二曲线愈加清晰

投资要点 事件: 2023H1 公司实现收入 28.14 亿元, 同比增长 19.3%; 归母净利润 4.77 亿元, 同比增加 43.2%; 经调整净利润 5.35 亿元, 同比增长 42.3%, 经调净利率同比提升 3pct 至 19.0%。公司业绩落在预告区间。线下渠道贡献重要收入增量, 同店收入相比 21 年实现增长。公司 23H1 中国大陆地区实现收入 24.38 亿元(yoy+10.7%), 其中零售店/机器人商店贡献收入 11.79/2.71 亿元, 同比分别增长 32.3%/32.9%。零售店增长更多来自同店同比增长, 平均单店年化收益已恢复至 2021 年水平, 主要受益于线下客流恢复、门店移位和重新装修升级等举措。线上渠道 23H1 收入同比下滑 16.4%, 其中传统线上渠道由于基数效应叠加电商竞争格局变化, 收入下滑明显; 部分被直播电商抖音渠道高增长所抵消, 抖音渠道 23H1 收入同比增长 569%, 在中国大陆地区收入占 4.5%, 随着抖音模式更加成熟, 我们认为其有望成长为公司线上第二大渠道, 仅次于微信抽盒机。全球化战略显成效, H1 海外收入盈利齐升。23H1 公司在中国港澳台地区和海外收入同比增长 140%至 3.8 亿元, 开店目标超额完成; 毛利率同比提升 6pct 至 63%, 经营利润率同比提升 3pct 至 21%, 好于中国大陆地区, 初步彰显海外盈利潜力。根据公司业绩会, 海外门店月坪效 8 千元(高于国内水平), 8 月 50%门店收入超过 100 万元, 且所有门店均处于盈利状态。公司通过直营/合营/加盟等方式进入全球 20 多个国家地区, 随着组织架构搭建完整、本土零售/IP 运营经验积累以及一线人员配齐后, 海外业务将逐渐进入加速阶段, 我们预计 23 年底海外收入占比有望接近 20%。强 IP/产品力是增长底气, 期待下半年新品表现。23H1 公司头部 IP 继续展现强大生命力, SP/Dimoo 收入分别实现 5.3/3.6 亿元, 同比增长 14%/21%, SP 温度系列收入突破 2.5 亿。公司优秀的产品设计/运营能力亦在 PDC IP 上有所体现, 小野/小甜豆 23H1 收入分别为 109.4/75.4 百万元。在保持产品质量的同时, 公司努力把控成本, H1 新品毛利率提升, 叠加折扣活动减少以及渠道变化原因, 整体毛利率同比提升 2pct 至 60%。展望 H2, 我们看好头部 IP 新系列以及新 IP KUBO 等销售表现。盈利预测与投资评级: 我们继续看好 23 年往后公司增长潜力, 考虑到公司 Q3 增长好于预期(7 月收入同比增长超过 40%), 我们将 23-25 年 EPS 预测从 0.69/0.95/1.19 元上调至 0.78/1.02/1.27 元, 对应 PE 约 28/22/17 倍, 维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2023/8/23 1 港币=0.9297 人民币) 风险提示: 消费恢复不及预期, 库存减值风险, 忠实用户流失风险, 新业务投入影响现金流

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：汤军 研究助理：郭若娜)

中国人寿 (601628): 2023 年中报点评: 减值拖累业绩, 价值好于预期

投资要点 事件: 公司披露 2023 年中报: 实现归母净利润 162.42 亿元, 同比下降 36.0%(对应 2Q23 单季净利润由正转负至-17.29 亿元); 实现新业务价值 (NBV) 308.64 亿元, 同比增速达 19.9%。上半年净利润表现低于我们预期主要系: 1.精算假设变更减少税前利润 59.58 亿元; 2.资产减值损失同比大幅增长 126%至 128.35 亿元。公司 H 股披

露新准则下净利润为 361.51 亿元，可比口径同比下降 8.0%，新旧准则差异主要包括新金融工具准则（98.15 亿元，主要由减值差异和公允价值波动损益差异）和新保险合同会计准则差异（165.73 亿元，主要由准备金假设调整和合同服务边际吸收差异）。投资端减值拖累利润表现。1H23 沪深 300 指数下跌约 1%，十年期国债到期收益率由年初 2.83% 下降至 2.63%，行业面临优质资产荒压力。1H23 年公司净/总投资收益同比增速分别为 -0.1% 和 -11.1%，净/总/综合投资收益率达 3.78%/3.41%/4.23%，同比 -37/-80/+48bps，主要受前期高利率债券到期再配置收益率较低拖累所致，1H23 合并报表投资收益+公允价值变动损益合计同比 -3.6%。值得注意的是，1H23 资产减值损失同比大幅增长 126% 至 128.35 亿元，是拖累净利润的核心因素。新单与价值增速提速，2Q23 得益于低利率环境下居民“保本”储蓄性需求外溢和预定利率下调预期影响。1H23 公司实现 NBV 达 308.64 亿元，同比增长 19.9%，测算 1Q23 至 2Q23 单季同比增速为 7.7% 和 34.8%。1H23 公司新单保费 1712.13 亿元，同比增长 22.9%（其中 2Q23 增速为 39.2%），其中十年期及以上期交同比增长 28.9%（2Q23 单季增速为 69.7%），我们预计主要得益于以增额终身寿险为代表的长期业务受竞品资管业务表现持续低迷，叠加预定利率下调预期下居民储蓄需求外溢和释放所致。8 月以来公司有序上架新预定利率产品，在“尊享福”、“惠享福”系列基础上创新研发“相伴福”系列等产品。个险板块始终坚持“有效队伍驱动业务发展”战略，2Q23 总人力明显企稳。2Q23 末总队伍规模为 72.1 万人，同比 -11%，但环比 1Q23 已明显企稳，公司个险队伍聚焦“销售渠道强体工程”，围绕“现有队伍专业化升级”和“新型营销模式探索”改革方向推进改革，加快队伍专业化、职业化转型升级。1H23 个险板块实现 NBV 达 274.04 亿元，同比增长 13.3%，归因来看：个险 NBV Margin 同比持平至 30.2%，新单同比增长 14.1% 是主要提振因素，我们预计公司本轮 NBV Margin 降幅趋势基本已企稳。我们测算 1H23 个险产能及个险月人均 NBV 同比分别提升 38.1% 和 34%（1H22：61% 和 35%，在高基数下进一步提升）；佣金及手续费支出同比增长 20.3%，月均人力同比下滑 15.13%，平均收入持续改善。ROEV 首现改善，价值增速好于预期。1H23 末内含价值达 1.31 万亿元，较上年末增长 6.6%，ROEV 为 12.7%，同比上升 0.4 个 pct.，这是自 1H20 以来首次出现 ROEV 回暖。EV 表现相对强劲主要系 NBV 增速改善，投资回报偏差拖累期初 EV 增速 -1.2 个 pct.（1H22：-1.4 个 pct.）以及营运偏差贡献同比持续转正。盈利预测与投资评级：减值拖累业绩，价值好于预期。因资本市场波动下调公司投资收益预测和净利润预测，下调 2023-25 年归母净利润至 344、468 和 509 亿元（原预测 434、491 和 534 亿元），维持“买入”评级。风险提示：权益市场持续下行，寿险需求复苏不畅

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

海油发展（600968）：2023 年半年报点评：三大产业稳中求进，Q2 业绩环比高增

投资要点 事件 1：公司发布 23H1 业绩，实现营业收入 206.6 亿元，同比+2%；实现归母净利润 13.4 亿元，同比+29%；实现扣非净利润 12 亿元，同比+34%。其中 23Q2 单季度，实现营业收入 111.2 亿元，同比-8%、环比+17%，实现归母净利润 9.2 亿元，同比+26%、环比+124%，实现扣非净利润 8.8 亿元，同比+33%、环比+164%。事件 2：公司全资子公司海油发展香港投资公司拟对外投资设立 LNG 运输船合资公司。具备多元化服务能力，三大产业稳健有序发展：1）能

源技术服务产业：公司抓住石油公司增储上产的有利时机，增产措施服务工作量、油田化学服务工作和装备设计制造及运维服务工作量同比+3.83%、+17.12%和+5.48%。2) 低碳环保与数字化产业：通过“技术+产品+服务”一体化、智能化解决方案，推动新技术、新工艺、新产品的市场应用，实现营收 33.8 亿元，同比+1%。3) 能源物流服务业：虽受国际油价下降影响，石油化工品（液化气、凝析油、稳定轻烃等）价格同比下降，但销售量总体稳中有升，其中海上作业大宗料和燃料供应量同比+20%。产能建设项目持续推进，积极助力油气增储上产：公司投资建造的我国首艘智能 FPSO “海洋石油 123” 顺利交付，海上移动式自安装井口平台 “海洋石油 165” 进入投产准备，移动注热平台等重点产能配套项目建设加快推动，另外还有 5 个项目通过论证。子公司合资设立 LNG 运输船公司，优化资产配置与盈利能力：海油发展香港投资公司拟与日本邮船、CMES LNG Project 4 Company Limited 和气电集团新加坡贸易公司共同投资成立六家单船公司，持股比例分别为 45%、25%、25%和 5%。每家单船公司将建造 1 艘 17.4 万方 LNG 运输船，并于 2026 年 8 月-2027 年 10 月陆续交付。船舶建成后将租给气电集团新加坡贸易公司从事 LNG 货物运输。盈利预测与投资评级：根据公司三大产业&建设项目推进情况，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别 31、32、38 亿元（此前 2023-2025 年预期为 28、29 和 35 亿元），同比增速分别 27%、5%、17%，按 2023 年 8 月 23 日收盘价计算，对应 PE 为 9、9、8 倍。公司业务多元发展，盈利能力显著，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；油价波动风险；市场竞争、经营风险。

（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）

南网储能（600995）：投资青岛力神，战略布局储能电池制造

事件：公司公告投资 4.99 亿元参股力神（青岛）新能源有限公司，持股 2.18%，占有青岛力神公司 7 个董事会席位中的一个。布局储能电池产业上游，与公司主营投资运营新型储能电站产生战略协同性。公司与青岛力神是产业链上下游，具有高度战略协同性，青岛力神是行业知名的专业锂离子电池系统提供商，也是唯一央企控股的动力及储能电池生产企业，根据公司公告，青岛力神收益法下评估股东全部权益价值为 196.1 亿元，市场法下评估值约为 199.9 亿元，采用市场法的评估结果作为评估结论，增值额为 135.8 亿元，增值率达 211.89%。而南网储能主营业务之一就是投资建设运营新型储能电站，公司在过去的一年内通过公开招标方式采购青岛力神生产的电池金额约 6300 万元，对布局运营储能电站存在高度的业务协同性。本次增资完成后，公司前七大股东和持股情况：天津力神 60.08%、中国国有企业结构调整基金 12.74%、天津滨海高新新能源（有限合伙）6.93%、国调战略性新兴产业投资基金（有限合伙）5.08%、滁州鑫能产业基金（有限合伙）3.06%、农银金融资产投资 2.31%、南网储能 2.18%。当前装机（2022 年底）：公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，市占率 22.5%；在运新型储能 11.1 万千瓦，占比 0.9%。截至 2022 年底，公司在运总装机达 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 11.1 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能：根据公司年报，2022 年全国抽水蓄能装机容量约 4579 万千瓦，其中公司抽水蓄能装机 1028 万千瓦，占比 22.5%。新型储能：2022 年全国累计新型储能规模达到 12.7GW，其中公司在运 0.11GW，占比 0.9%。未来规划装机：到 2025 年抽水蓄能投产 1388 万千瓦，占比 22.4%；新型储能投产 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9%提升至 7%。抽水蓄能：《抽水蓄能中长期发展规划》

预计到 2025 年我国抽蓄投产 6200 万千瓦，公司规划投产 1388 万千瓦，占比 22.4%（与 2022 年 22.5%占比接近），公司 3 年复合增速约 11%；到 2030 年全国抽蓄装机规划达 1.2 亿千瓦，公司装机规划 2900 万千瓦，占比 24.2%。新型储能：国家发改委规划 2025 年我国新型储能装机达 3000 万千瓦，公司规划投产超过 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9%提升至 7%，公司 3 年复合增速达 162%。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 21 亿、26 亿、33 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 15 倍、12 倍、9 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

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>