



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, liuhang-yjs@dxzq.net.cn, 021-25102909

### 电子：沪硅产业（688126）：Q2 归母净利润增长 240.35%，积极推进产能建设

受半导体周期性调整影响，上半年收入下降 4.41%，公司积极扩产，在建工程同比增加 110.14%。由于半导体产业仍处于周期性调整阶段，公司子公司上海新昇的 300mm 硅片业务收入小幅下降，新傲科技 200mm 硅片业务收入较去年同期小幅增长，Okmetic 收入较去年同期下降 17%。由于公司参与的多家产业内上下游公司的股权投资带来的公允价值收益较大，公司归母净利润为 1.87 亿元，同比增长 240.35%。公司积极扩产，由于扩产进行的原材料及备品备件等备货增加以及产成品增加，2023 年上半年公司存货同比增加 48.46%，在建工程同比增加 110.14%。

**300mm 半导体硅片出货量出现拐点，公司推进产能建设，市占率有望提升。**根据 WSTS 统计数据，2023 年上半年，中国半导体市场规模约为 700 亿美元，同比下跌 22.4%。据 SEMI 统计，在经过 2022 年四季度和 2023 年一季度两个季度的连续下降后，硅片出货量在 2023Q2 环比增长 2.0%，其中 300mm 半导体硅片出货量开始出现增长势头。公司积极推进产能建设工作，子公司上海新昇正在实施的新增 30 万片/月 300mm 半导体硅片产能建设项目实现新增产能 7 万片/月；子公司新傲科技和 Okmetic 200mm 及以下抛光片、外延片合计产能超过 50 万片/月；子公司新傲科技和 Okmetic 200mm 及以下 SOI 硅片合计产能超过 6.5 万片/月，公司市占率有望提升。

公司成为“一站式”硅材料综合服务商，技术国内领先，持续进行产品研发和客户送样。公司旨在成为“一站式”硅材料综合服务商，已形成了以 300mm 半导体硅片为核心的大尺寸硅材料平台和以 SOI 硅片为核心的特色硅材料平台，产品类别涵盖半导体抛光片、外延片、

SOI 硅片，并在压电薄膜材料等其他半导体材料领域展开布局。公司技术水平和科技创新能力国内领先，上海新昇 300mm 大硅片技术水平国内领先，实现国内主要客户的全覆盖和下游应用逻辑/存储/图像传感器（CIS）芯片的全覆盖；Okmetic 200mm 及以下尺寸 MEMS 用抛光片技术水平和细分市场份额全球领先；新傲科技 200mm 及以下尺寸外延片的技术水平和细分市场份额国内领先；新傲科技和 Okmetic 是国际 200mm 及以下尺寸 SOI 硅片的主要供应商之一，技术处于全球先进水平。公司正持续进行产品研发和客户送样，技术国内领先。

**投资建议：**公司把握半导体产业向国内转移的历史机遇，积极进行扩产大硅片产品。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.15 元，0.21 元和 0.25 元，对应现有股价 PE 分别为 58X，33X 和 20X，维持“推荐”评级。

**风险提示：**(1) 下游需求放缓；(2) 扩产进度不达预期；(3) 产品价格波动。

**参考报告：**《沪硅产业 2023 年半年报业绩点评：归母净利润增长 240.35%，积极推进产能建设》2023-08-14



曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com



莫文娟 | 东兴证券能源开采研究助理

S1480122080006, 010-66555574, mmj882004@163.com

### 能源开采：中国海油（600938）：油成本优势明显，海上油气龙头未来可期

国际一流 E&P 公司，公司经营稳定，业绩优异。中国海油是全球最大的纯上游油气公司之一，也是中国海上原油及天然气勘探开发龙头。公司由中海油集团直接控股，国资委间接控股，股权结构稳定。营收创近五年新高，油气销售业务是公司营收主要来源；净利率、毛利率稳步提升，油气销售毛利占比在 50% 左右。公司加强天然气勘探开发力度，布局煤层气等非常规天然气资源；秉持绿色低碳发展理念，充分依托海洋资源开发的能力优势，积极布局新能源领域的业务。未来，公司将充分依托海洋资源开发的能力优势，积极布局新能源领域的业务。

公司海洋油气储量优势显著，未来有望大幅增产。当前我国原油产量和需求出现不匹配现象。伴随能源供需缺口持续增大，我国油气对外依存度持续增加。资本支出持续增长助力中海油产量提升。2022 年公司国内和海外已探明储量均保持高速增长。公司坚持把勘探放在首位，为增储上产提供后备力量。2022 年公司油气产量显著提升。积极推进重点项目建设，强化钻井质量管理 and 进度把控，实现提产提效目标。

未来油价或将维持高位，保障行业景气度。需求端：2020 年初受疫情影响迅速下降，目前正在逐步恢复。美国炼厂维持高产能利用率，山东地炼开工率相较于 22 年疫情期间上涨。供

给端：俄罗斯原油产量依旧不及俄乌冲突前，OPEC 减产以应对油价下降。供给紧缩需求增加，油价有望维持高位。

**桶油成本：降幅明显，凸显公司竞争力。**公司建立了降本增效长效机制，通过大力推动增储上产、技术创新、优化工作部署等方式，深挖降本空间、确保资源向效益高点配置，力求勘探开发生产全过程降本。通过以上措施，公司桶油成本由 2015 年的 39.82 美元/桶油当量，下降至 2020 年的 26.34 美元/桶油当量，复合年下降率 7.93%。成本竞争优势得到进一步巩固，抗风险能力进一步增强。

**投资建议：**公司是全球最大的纯上游油气公司之一，也是中国海上原油及天然气勘探开发龙头，原油产量位居国内前三。公司以油气勘探销售为主要业务，未来三年产量有望快速提升；公司成本管控能力较强，桶油完全成本近年来显著下降，且桶油作业费具有国际竞争力。我们预测，公司 2023-2025 年收入分别为 4010.34/4059.47/4248.56 亿元，净利润分别为 1176.76/1021.62/1032.39 亿元，每股 EPS 分别为 2.47/2.15/2.17 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**(1) 国际政治经济因素变动风险；(2) 原油及天然气价格波动产生的风险；(3) 汇率波动及外汇管制的风险；(4) 油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。

**参考报告：**《中国海油（600938）：油成本优势明显，海上油气龙头未来可期》2023-08-18



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang\_tf@dxzq.net.cn

## 金属：建议关注供需状态持续优化下的黄金行业配置机会

**全球矿产金供应已进入低增速阶段。**2013 年矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至 2020 年受疫情影响出现该数据已出现近 5% 的收缩。2011-2016 年均产量增速+4.16%，但 2017-2022 年均产量增速 0.58%，近五年全球矿产金年均产量维持在 3500 吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 74%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。全球回收金供应增速近十年未显有效增长。回收金增速变化与黄金价格变化基本一致，近十年回收金供给平均增速趋近于 0，十年内增速最高值为 2016 年 15.3%，增速最低值为 2013 年-26.9%。近十年回收金年均产量约 1270 吨，近三年该数据为 1240 吨，显示回收金的全球供给亦相对刚性。黄金生产成本已经出现趋势性的上涨。地下开采生产成本的提高及矿石品位下滑导致矿产金生产成本的攀升，至 2022 年全球黄金生产成本已逼近 1300 美元/盎司（十年新高），该数据较 2017 年的 878 美元/盎司增长了 48%。考虑到全球能源成本及通胀状态在近两年依然维持高企态势，预计黄金生产成本仍将维持高位，如 Gold Road 预计 2023 年的采金业综合维持成本将升至 1540 美元/盎司至 1660 美元/盎司，这意味着金价的成本支撑效应将在定价中显现。

**全球黄金年均消费量约 4350 吨，总需求自 2020 年疫情后持续性复苏。**近十年全球黄金年消费维持稳定，尽管 2020 年受疫情影响消费明显回落，但 21 年至今整体消费状态持续性复苏。

尤其是 21Q4，全球黄金需求同比增幅近 50%并创十个季度来最高水平。而至 2022，黄金需求在经历印度上调黄金消费税及全球利率成本持续攀升下创出了近 11 年最高（+18%至 4741 吨）。黄金消费结构性变化显示，央行及 ETF 消费增速近十年增长明显。珠宝首饰占全球黄金消费比重 55%之上，近 10 年消费累计增幅约 5.9%，消费状态整体稳定上升。金条金币和科技消费十年内显现下滑，但央行购金及黄金 ETFs 消费规模近几年增长较快，黄金消费开始显现新的结构性变化。尤其是央行购金，巴塞尔协议 III 的执行推动央行购金规模的持续性放大，22 年全球央行购金量已达 1136 吨，创历史新高。而至 2023 年一季度，央行购金规模再度增长 176%至 228 吨，全球央行黄金储备总量升至 3.5695 万吨。此外，实物黄金持仓 ETF 也出现了明显扩容。诞生于 2003 年的黄金实物持仓 ETF 累计黄金持有量已达 3478 吨（截止 2023 年 5 月末），当前全球已有超过 100 只黄金实物持仓产品，考虑到 2022 年以来受利率及汇率市场变动导致持有黄金机会成本的攀升，预计随着利率环境的常态化回归，全球黄金实物持仓 ETF 的年增长量或有望恢复至 2016-2020 年的平均水平（约增长 451 吨/年）。

**巴塞尔协议 III 提升黄金类资产在央行体系内的配置地位。**巴塞尔协议 III 规定，自 2019 年 3 月 29 日起，黄金被列入与货币及国债具有同等地位的一级资产（之前黄金为三级资产），各国央行可以依据按市值计价的黄金持有量计算为现金持有量，从而进行扩充资产负债表的行为。这意味着黄金货币属性强化，推动了以新兴经济体为主的货币储备体系的重建，黄金类资产的扩充已经对美元形成冲击及替代。

**建议关注供需状态持续优化下的黄金行业配置机会。**

**风险提示：**政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

**参考报告：**《金属行业 2023 半年度展望：关注周期性、成长性及对冲性的配置价值》2023-07-06



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

## 银行：净息差底部确立，看好估值修复机会

上周央行发布 2023 年第二季度中国货币政策执行报告，在专栏中明确表示“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”。重点阐述了利润与资本补充的关系，利润留存是银行资本补充的压舱石，保持银行合理利润重要性凸显。银行净息差已降至历史底部，央行呵护净息差态度明确。央行对银行合理释放利润态度更加开放，银行业绩自主性有望提升。我们认为，银行业单边让利的政策压力基本解除。

上半年行业净利润增速较 Q1 有所回升，净息差环比持平，板块内农商行息差环比上升。8 月 20 日，5 年期 LPR 报价并未跟随 MLF 利率下调，反映央行有意呵护银行净息差。我们判断，在央行“保持银行合理利润和净息差水平”表态释放积极信号下，后续 LPR 下调、高价存量按揭贷款利率调整或将以银行存款成本率下调为前提，净息差底或已确立。预计随着稳

增长政策持续加码落地，市场化融资需求有望逐步恢复，推动净息差筑底回升。在可持续支持实体经济诉求下，我们预计下半年业绩增速或将进一步释放。

考虑目前板块估值、持仓仍处于历史低位。我们认为，板块当前具有估值修复机会，Q3有望取得绝对收益。个股方面，看好业绩确定性较高、优质江浙区域性银行。短期来看，在区域经济优势、以及政策支持下，优质区域性银行有望延续高成长。从长期角度来看，优质地区的优质城商行、农商行拥有深耕区域、网点下沉以及当地股东等自身优势，并且长期坚持以中小企业客户和小微客户为战略定位，客户基础逐步夯实下，基本面有望长期向好。建议关注宁波银行、常熟银行、江苏银行。

**风险提示：**经济下行压力加大导致资产质量恶化，房企销售低迷或融资恶化引发信用风险暴露等。

**参考报告：**《银行业跟踪：净息差底部确立，利润释放可期》2023-08-21

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级(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)：以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(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)：以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526