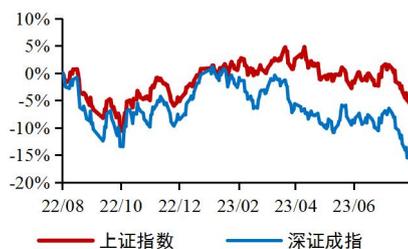


# 信义山证 汇通天下

## 研究早观点

2023年8月28日 星期一

### 市场走势



资料来源：最闻

### 国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,064.07	-0.59
深证成指	10,130.47	-1.23
沪深300	3,709.15	-0.38
中小板指	6,484.31	-1.36
创业板指	2,040.40	-1.17
科创50	870.40	-1.70

资料来源：最闻

### 分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

### 【今日要点】

- 【山证新股】新股周报（0828-0901）：新股市场活跃度下滑，新股首日涨幅周环比小幅下降
- 【行业评论】电子：山西证券电子行业周跟踪：AI芯片需求持续火爆，英伟达Q2收入和Q3指引均超预期
- 【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：英伟达与迈威尔连续发布财报，均超此前市场预期——
- 【行业评论】太阳能：7月组件产量环比增加8.6%，N型组件价格止跌
- 【山证煤炭】行业周报：-非电需求补位，港口煤价反弹（20230821-20230827）
- 【公司评论】众信旅游(002707.SZ)：众信旅游（002707.SZ）2023年中报点评-出境游业务持续复苏，2023Q2疫情三年以来首个季度实现盈利
- 【山证军工】内蒙一机（600967.SH）2023年中报点评-推动外贸实现新突破，净利率显著提升
- 【公司评论】中瓷电子(003031.SZ)：中瓷电子（003031.SZ）：光模块陶瓷双位数增长，精密陶瓷部件营收过千万-光模块陶瓷双位数增长，精密陶瓷部件营收过千万
- 【山证机械】芯碁微装（688630.SH）-PCB设备主业稳健，电镀铜设备拓展双技术方案
- 【公司评论】宁波银行(002142.SZ)：宁波银行中报点评-规模扩张较快，息差较为稳健，H123归母净利润+14.9%
- 【公司评论】中国太保(601601.SH)：中国太保中报点评-负债端改革成

- 果持续显现，H123 NBV 同比+31.5%
- 【山证通信】新易盛（300502.SZ）：静待 400G800G 放量带动公司业绩高增
  - 【山证煤炭】兖矿能源（600188.SH）中报点评：-Q2 产量恢复正常，吨煤售价下行影响业绩
  - 【公司评论】周大生(002867.SZ)：周大生公司快报-黄金产品销售高增，23Q2 线下展店加速
  - 【山证金工】短期择时及月度行业配置策略跟踪-20230826
  - 【山证煤炭】中国神华（601088.SH）中报点评：-煤、电产销同增，龙头地位继续加强
  - 【公司评论】宋城演艺(300144.SZ)：宋城演艺（300144.SZ）2023 年中报点评-2023Q2 经营情况同比大幅改善，主要景区阶段性恢复提升明显
  - 【山证煤炭】华阳股份（600348.SH）公告点评：-煤炭板块成本下降毛利率稳定，钠离子项目持续推进
  - 【公司评论】多利科技(001311.SZ)：多利科技（001311.SZ）：2023H1 业绩实现较高增长，盈利能力显著提升
  - 【公司评论】浙江自然(605080.SH)：浙江自然公司快报-23Q2 营收降幅显著收窄，柬埔寨保温箱新产品开始出货
  - 【山证医药】达仁堂（600329.SH）2023 年中报点评-大品种战略+联营企业高收益，推动利润显著增长
  - 【山证非银】南华期货点评报告：境外业务稳定增长，境内业务优于行业
  - 【公司评论】常熟银行(601128.SH)：常熟银行中报点评-规模增长较快，资产质量改善，H123 归母净利润+20.82%
  - 【公司评论】潮宏基(002345.SZ)：潮宏基公司快报-23Q2 公司营收增速环比提升，上半年净开门店 60 家
  - 【公司评论】航天电器(002025.SZ)：航天电器（002025.SZ）2023 年中

报点评-营收稳健增长，盈利能力显著提升

- 【公司评论】中国中免(601888.SH)：中国中免（601888.SH）2023 年中报点评-2023Q2 毛利率环比有所改善，新会员体系有望增强盈利能力

## 【今日要点】

【山证新股】新股周报（0828-0901）：新股市场活跃度下滑，新股首日涨幅周环比小幅下降

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

### 【投资要点】

- 新股市场活跃度下降，创业板首日涨幅仍处高位
- 周内新股市场活跃度下降较多，近6个月上市新股周内11只股票录得正涨幅(占比6.59%，前值52.12%)。
- 科创板：上周科创板泰凌微上市，首日涨幅33.43%，首日开板估值165.43倍。周内仅碧兴物联、南芯股份录得正涨幅，信宇人、锆威特、司南导航等跌幅超-30%。科创板首日涨幅周环比下降。
- 创业板：上周创业板仅国泰环保、新莱福、同星科技、通达海、波长光电录得正涨幅，威马农机、威力传动、德福科技等跌幅较多。3只新股上市，首日涨幅均超50%。创业板新股首日涨幅周环比小幅下降，整体仍处较高位置。
- 沪深主板：上周沪深主板仅江盐集团、联合水务、四川黄金、中电港等录得正涨幅，浙江荣泰、众辰科技、南矿集团等跌幅较多。众辰科技上市（8月份仅3只新股上市，7月份无新股上市），首日涨幅周环比下降，沪深主板5月份以来发行节奏较慢，从已有数据观测首日涨幅、开板估值处较低位置。
- 新股周期：上周上市新股尤其是创业板新股仍延续首日涨幅较高的趋势，但与前一周相比，有小幅下降，因而新股首日涨幅周环比有小幅下滑，整体仍处较高水平。另一方面，受市场整体情绪等影响，上周新股市场活跃度显著下降，Wind近端次新股指数成份估值与创业板估值比亦下降较多，最新比值1.05。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
  - 2023/8：乖宝宠物（宠物食品）、华虹公司（“特色IC+功率器件”代工）、敷尔佳（透明质酸钠及胶原蛋白相关）；
  - 2023/7：威迈斯(新能源车载电源产品)、昊帆生物(全系列多肽合成试剂)；
  - 2023/6：芯动联科(高性能MEMS惯性传感器)、智翔金泰-U(单克隆抗体和双特异性抗体药物)、阿特斯(晶硅光伏组件)、西山科技(手术动力装置整机和耗材)；
  - 2023/5：中科飞测-U(半导体检测、量测设备)、曼恩斯特(高精密切缝式涂布模头)；
  - 2023/4：晶升股份(半导体级单晶炉)、中船特气(电子特种气体)、华曙高科(工业级增材制造设备龙头)；

高华科技(高可靠传感器)、云天励飞-U(人工智能、AI 方案);

- 2023/3: 日联科技(工业级 X 射线智能检测装备)、茂莱光学(工业级精密光学: 半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR);
- 2023/2: 裕太微-U(以太网物理层芯片)、龙迅股份(高清视频桥接及处理芯片);
- 2023/1: 百利天恒-U(双/多特异性抗体、ADC 药物研发);
- 2022/12: 微导纳米(ALD 设备)、萤石网络(萤石物联云平台)、杰华特(虚拟 IDM 模式的模拟芯片企业)。
- 近端待上市新股/已获批复重点新股: 中巨芯、盛科通信/京仪装备。
- 远端深度报告覆盖: 安路科技、瑞华泰、维峰电子、容知日新、澳华内镜、广立微、华海清科、龙迅股份、鼎泰高科、思林杰、何氏眼科等。
- 风险提示: 新股大幅波动的风险; 新股业绩不达预期的风险; 系统性风险

【行业评论】电子: 山西证券电子行业周跟踪: AI 芯片需求持续火爆, 英伟达 Q2 收入和 Q3 指引均超预期

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

### 【投资要点】

- **市场整体:** 本周(2023.08.21-2023.08.27)市场总体呈下跌趋势, 上证指数跌 2.17%, 深圳成指跌 3.14%, 创业板指数跌 3.71%, 科创 50 跌 3.74%, 申万电子指数跌 3.71%, Wind 半导体指数跌 4.10%, 费城半导体指数涨 0.95%, 台湾半导体指数涨 1.79%。细分板块中, 周涨跌幅前三大板块为半导体设备(-1.55%)、数字芯片设计(-1.62%)、消费电子(-3.26%)。从个股情况看, 涨幅前五为: 西陇科学(11.01%)、三孚新科(9.31%)、龙迅股份(9.27%)、联得装备(9.21%)、江化微(9.20%); 跌幅前五为: 芯动联科(-18.76%)、致尚科技(-18.42%)、翔腾新材(-17.31%)、满坤科技(-14.85%)、东微半导(-14.70%)。
- **行业新闻:** 英伟达 Q2 收入和 Q3 指引均超预期: FY2024Q2 英伟达实现收入 135.1 亿美元, 大幅超过一季度业绩指引, 同比增长 101%, 环比增长 88%。受益于 AI 需求, 英伟达本季度数据中心业务实现收入 103.2 亿美元, 环比增长 141%, 同比增长 171%。在总收入中占比达 76.4%。FY2024Q3 指引净利润预计约为 73.4 亿美元, 环比增长 18.6%, 净利率水平维持在 45.8%高位。预计 2027 年 AI 芯片市场规模达到 1194 亿美元: Gartner 称用于执行人工智能(AI)工作负载的芯片市场正以每年 20%以上的速度增长, 分析师预计 2023 年 AI 芯片市场规模将达到 534 亿美元, 比 2022 年增长 20.9%, 2024 年将增长 25.6%, 达到 671 亿美元。到 2027 年, AI 芯片营收预计将是 2023 年市场规模的两倍以上, 达到 1194 亿美元。
- **重要公告:** 【紫光国微】8 月 23 日公告, 上半年实现营业收入 37.35 亿元, 同比上涨 28.56%; 归母净利润 13.92 亿元, 同比上涨 16.22%; 基本每股收益 1.6405 元。【东微半导】8 月 24 日公告, 上半年实现

营业收入 5.33 亿元，同比上涨 14.33%；归母净利润 10013.56 万元，同比下降 14.25%；基本每股收益 1.06 元。【中芯国际】8 月 25 日公告，上半年实现营业收入 213.18 亿元，同比下降 13.3%；归母净利润 29.97 亿元，同比下降 52.1%；基本每股收益 0.38 元。

➤ 风险提示

- 下游需求回暖不及预期，技术突破不及预期，产能瓶颈，外部制裁升级。

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：英伟达与迈威尔连续发布财报，均超此前市场预期——

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **市场整体：**本周（2023.8.21-2023.8.27）市场整体下跌，沪深 300 跌 1.98%，上证指数跌 2.17%，申万通信指数跌 2.86%，深圳成指跌 3.14%，创业板指数跌 3.71%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为运营商（+3.18%）、设备商（-2.61%）、云计算（-2.89%）。从个股情况看，网宿科技、中国移动、中国电信、中国联通、数据港涨幅领先，涨幅分别为+5.52%、+3.37%、+3.02%、+1.19%、+1.13%。震有科技、源杰科技、华工科技、瑞可达、浪潮信息跌幅居前，跌幅分别为-13.34%、-11.30%、-10.37%、-8.50%、-8.48%。
- **行业动向：**英伟达与迈威尔连续发布财报，均超此前市场预期。
- **1) 英伟达方面：**Q2 营收 135.07 亿美元，同比+101%，环比+88%；净利润 61.88 亿美元，其中数据中心营收 103.2 亿美元（中国占 20%-25%），同比+171%，环比 141%，主要受 HGX 业务拉动。公司披露 GH200 将于年底出货，Meta 与微软最先使用。
- **2) 迈威尔方面：**公司净营收 13.4 亿美元，小幅高于分析师预期 13.3 亿美元，其中数据中心 4.60 亿美元，占比 34%，其中云计算增长超过 20%。公司发布 Orion，是业界首款用于可插拔模块的 800 Gig 相干光 DSP，同时推出业界首个 800 Gig、dci ZR 模块，即 Color 800 平台，进一步提升在数据中心的能力。
- **AI 下游增长性得到确定验证，同时带动产业链强劲需求。**针对市场此前关注的几大问题，英伟达，公司表示如果限售政策实施则可能给公司带来较大不利影响，因此从公司盈利角度考虑，我们认为主要替代性产品 H800 未来被禁可能性较小；此外，针对此前对于 L40S 使用 200G/400G 光模块的利空担忧，英伟达明确表示 L40S 与 H100 等大模型 GPU 分属不同应用领域，前者面向 Dell 等 IT 企业而后者面向 AI 云计算公司，我们认为 L40S 主要为拓展产品线和应用领域的新增产品，对超算中心 GPU 需求不会造成影响，因此超算中心 GPU 对应的 800G 光模块将随 H100 及 GH200 继续保持可观前景。
- **风险提示**
- 下游需求不及预期，技术突破不及预期，产能瓶颈，外部制裁升级。

【行业评论】太阳能：7月组件产量环比增加8.6%，N型组件价格止跌

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **CPIA：7月组件产量环比增长8.6%：**根据中国光伏行业协会对掌握的企业样本数据统计，2023年7月：太阳能级多晶硅产量环比下降8.1%，同比增长3.5%；组件产量环比增加8.6%，同比增长68.8%，其中单晶组件产量占比约99.7%。
- **国家发改委等十部门：**启动2023年首批绿色低碳先进技术示范项目申报工作：国家发改委、科技部、工信部等十部门联合印发了《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》，2023年首批示范项目申报工作同步启动，按照优中选优、宁缺毋滥的原则，各地区报送数量不超过10个。《方案》明确重点方向，其中包括：非化石能源先进示范项目、先进电网和储能示范项目、减污降碳协同示范项目等。
- **工信部等四部门：**印发《新产业标准化领航工程实施方案(2023—2035年)》：8月22日，工信部等四部门发布关于印发《新产业标准化领航工程实施方案(2023—2035年)》的通知。方案指出，在新能源方面，研制光伏发电、光热发电、风力发电等新能源发电标准，优化完善新能源并网标准，研制光储发电系统、光热发电系统、风电装备等关键设备标准。
- **海关总署：**公布7月光伏产业链进出口数据：根据海关数据整理，2023年1-7月中国直径>15.24cm的单晶硅切片出口量合计为5.02万吨；7月单月出口量为0.91万吨，环比增加24.91%，同比增加47.02%。2023年1-7月中国电池片（未装在组件内或组装成块的光电池）出口量合计为31.26亿个；7月单月出口量为5.20亿个，环比增加20.45%，同比增加55.50%。2023年1-7月中国组件（已装在组件内或组装成块的光电池）出口量合计为2.57亿个，7月单月出口量为0.31亿个，环比减少16.69%，同比减少24.60%。
- **印度：**2023年上半年光伏产品出口额激增2696.4%：根据美国商务部数据显示，印度在2023年第二季度出口了4.638亿美元(约合386亿卢比)的光伏电池和光伏组件，同比增长了169%；较上季度出口额环比下降了3.1%，其中组件约占该国光伏产品出口总额的98%。2023年上半年印度光伏产品出口额同比大幅增长2696.4%。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据InfoLink数据，本周多晶硅致密料均价为75元/kg，较上周上涨2.7%。本周有新订单的企业数量为5家，多为急单和散单，成交量相对较小。本周硅料价格持续上涨，一方面因为新增供应不及预期，当下各主流大厂的订单排布和发货频次仍无法满足拉晶环节需求；另一方面，下游硅片环节价格上调，对硅料涨价的接受程度较高。N-P型硅料来看，本周价差达到14元/kg，预计随着N型电池集中投产放量，N-P型价差会进一步拉大。

- **硅片价格:** 根据 InfoLink 数据, 本周 150um 的 182mm 单晶硅片均价 3.35 元/片, 较上周上涨 6.3%。8 月 21 日 TCL 中环再次更新硅片报价, 无论 P 型还是 N 型硅片, 182 尺寸的电池片涨幅都远超 210 尺寸。硅料价格上涨, 叠加强电与四季度坍塌紧缺预期推动电池厂家增加对硅片的采购, 两者共同驱动硅片价格上行, 预计下周硅片价格仍然稳中有升。长期来看, 硅片价格要综合考虑硅料与电池环节价格走势、硅片生产消纳能力等因素。电池片价格: 根据 InfoLink 数据, 本周 M10 电池片 (转换效率 23.1%+) 均价为 0.75 元/W, 与上周持平; G12 电池片 (转换效率 23.1%+) 均价为 0.73 元/W, 与上周持平; 182mm TOPCon 电池片均价为 0.80 元/W, 与上周持平, 比同尺寸 PERC 电池片溢价 6.7%。上游持续涨价但电池片价格连续两周持稳, 对电池环节的利润产生一定影响。但下游组件降价至负利润状态, 电池价格能够稳住是对其供需格局相对偏紧的最好体现。我们认为长期来看, 电池片仍是盈利能力最强的环节, N 型占比较高及较早布局电池新技术的企业将持续受益。
- **组件价格:** 根据 InfoLink 数据, 本周 182mm 单面 PERC 组件均价为 1.24 元/W, 较上周下降 0.8%; 182mm 双面 PERC 组件均价 1.26 元/W, 较上周下降 0.8%。TOPCon 组件价格为 1.35 元/W, 与上周持平。N 型组件价格率先止跌, 分布式项目报价在前几周开始预期调涨。龙头企业目前维持高排产, 牺牲短期利润以换取更高的市占率, 并为需求旺季低成本备货; 而部分二、三线企业在当前价格下已开始降低排产。预计随着欧洲夏休结束需求起量, 龙头组件厂竞争优势将更为显著。
- **投资建议**
- **从本周产业链各环节价格来看, 上游价格稳中有升, 组件价格已经看到企稳迹象, 行业需求将快速启动。** 光伏基本面强劲, 即将迎来供需两旺, 主流公司估值基本低至 10-15 倍左右, 建议积极布局。重点推荐: 爱旭股份、隆基绿能、帝科股份、福斯特、天洋新材、鼎际得、海优新材、通威股份、阳光电源、协鑫能科, 积极关注: 聆达股份、锦富技术、永和智控、博菲电气、石英股份、大全能源。
- **风险提示**
- **光伏新增装机量不及预期; 产业链价格波动风险; 海外地区政策风险**
- 

【山证煤炭】行业周报: -非电需求补位, 港口煤价反弹 (20230821-20230827)

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

### 【投资要点】

- **投资要点**
- **动态数据跟踪**
- **动力煤:** 港口发运倒挂, 动力煤价低位反弹。本周, 前期矿难频发, 矿区安监力度较大, 国内煤炭生产增加有限; 需求方面, 出伏后天气高温缓解, 电厂日耗高温回落, 南方八省电煤日耗降至 225.9 万吨;

水电增发较多，火电整体压力不大。非电煤耗方面，临近金九银十，下游需求有向好趋势，且近期地产负面信息影响逐步减弱，后期宏观经济政策改善预期仍存，本周大宗商品价格上涨为主，非电煤炭需求有所增加。库存方面，受北方港口发运价格倒挂影响，港口调入减少，叠加下游非电终端补库需求较好，港口库存有所下降。叠加，国内煤价经过下行后进口煤优势减弱，部分煤种采购需求转向国内市场，综合影响下，国内动力煤价格有所反弹。展望后期，稳经济政策措施进一步落地，工业用电及非电用煤需求仍有增长空间；供应端则受安全生产形势趋紧常态化，国内产地产量的增长空间有限；同时海外煤价本周波动上涨，进口煤利差低位波动，后期进口煤增量预期仍存变数，预计8月下旬动力煤价格维持高位。截至8月25日，广州港山西优混Q5500库提价905元/吨，周变化+1.12%；8月秦皇岛动力煤长协价704元/吨，环比7月上涨3元/吨，本周长协挂钩指数中BSPI、NCEI、CCTD分别周变化-0.14%、-0.41%和+0.14%。广州港山西优混与印尼煤的库提价价差-32元/吨，内外贸价差继续倒挂。8月25日，北方港口合计煤炭库存2182万吨，周变化-3.79%；长江八港煤炭库存459万吨，周变化-12.07%；需求方面，截至8月25日，沿海八省电厂日耗225.9万吨，周变化-8.1万吨或-3.46%。

➤ **冶金煤：**需求预期改善，主焦煤以稳为主。受事故影响，本周安监影响较大，焦煤煤矿供应增幅有限。需求方面，宏观税费政策发布，钢厂开工维持高位，铁水产量基本稳定，整体成材淡旺季切换，供需有所改善；根据金十期货，本周全国建材成交量日均15.48万吨，比上周均值变化+0.85%。库存方面，旺季预期下，下游补库开启，下游库存有所增加。焦化开工维持高位；冶金煤需求较好，本周国内主焦煤价格以稳为主。后期，焦煤矿山安监形势严峻形式常态化，国内冶金煤供应增加有限，若稳经济政策逐步落地，下游需求或恢复增长；且随着美国加息节奏放缓，国际终端生产恢复或导致国际焦煤需求增长，国内进口仍存变数，冶金煤价格预计继续下跌空间不大。截至8月25日，山西吕梁主焦煤车板价1880元/吨，周持平；京唐港主焦煤库提价2100元/吨，周变化-2.33%；京唐港1/3焦煤库提价1660元/吨，周变化-2.92%；日照港喷吹煤1233元/吨，周持平；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价271.5美元/吨，周持平。京唐港主焦煤内贸与进口平均价差42元/吨，周变化-54.35%，进口煤价优势减小。截至8月25日，六港口炼焦煤库存160.3万吨，周变化-6.20%；国内独立焦化厂、全国样本钢厂炼焦煤总库存环比上周分别变化-2.93%、2.55%；全国样本钢厂喷吹煤库存周变化-0.28%。样本独立焦化厂焦炉开工率76.9%，周变化+0.8个百分点。

➤ **焦、钢产业链：**开工维持高位，焦炭价格回调。本周，钢厂开工维持高位，成材向旺季切换，铁水产量稳定，焦炭需求尚可，但焦化利润修复下开工继续提高，叠加地产负面消息施压及粗钢压减预期，焦炭价格有所回调。后期，随着经济恢复信心重启，钢材需求增加导致焦炭需求恢复及山西关闭4.3以下焦炉等影响供给，焦炭价格下跌空间预计有限。截至8月25日，一级冶金焦天津港平仓价2240元/吨，周变化-4.27%；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）519元/吨，周变化-16.16%，焦化利润走低。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存周变化分别+10.7%、+4.49%；四港口焦炭总库存194.7万吨，周变化-6.17%；全国样本钢厂高炉开工率83.36%，周变化-0.73个百分点；全国市场螺纹钢平均价格3780元/吨，周变化+0.08%；35城螺纹钢社会库存合计589.41万吨，周变化-2.21%；螺纹钢生产企业库存

196.93 万吨，周变化-3.6%。

- **煤炭运输：**下游补库叠加油价影响海运成本，煤炭运价探涨。电厂日耗虽然下滑，但高油价影响海运成本，部分船只止损停航，运力减少；同时，非电需求向好，部分煤种如高卡煤转向内贸拉运，环渤海货船比走低，沿海煤炭运价有所反弹。截止 8 月 25 日，中国沿海煤炭运价综合指数 504.18 点，周变化+4.02%；长江煤炭运输综合运价 620.43 点，周变化-4.47%；鄂尔多斯煤炭公路运输长途运输价格指数 0.24 元/吨公里，周持平，短途运输价格指数 0.84 元/吨公里，周持平；环渤海四港货船比 13.1，周变化-11.49%。
- **煤炭板块行情回顾**
- **本周煤炭板块随大盘回调，但跑赢上证指数表现。**煤炭(中信)指数周变化-0.31%，子板块中煤炭采选 II(中信)周变化+0.19%，煤化工 II(中信)周变化-3.62%。煤炭采选个股回调为主，平煤股份、山煤国际、中国神华、陕西煤业和淮北矿业周涨幅居前；煤化工个股普遍回调，陕西黑猫涨幅为正。
- **本周观点及投资建议**
- **国内市场方面，近期安全事故多发，煤炭产地安监措施频出，叠加月底部分煤企生产计划完成，国内煤炭生产供应一般；需求方面，出伏后气温回落，电厂日耗走低，沿海八省电煤日耗 225.9 万吨左右；且随着雨水较好，水电出力有所恢复，火电压力不大；非电煤耗方面，临近金九银十，下游需求有向好趋势，且近期地产负面信息影响逐步减弱，后期宏观经济政策改善预期仍存，本周大宗商品价格上涨为主，非电煤炭需求有所增加。且随着国内煤价回落，进口煤价格优势减弱，高卡煤种部分转向内贸需求，综合影响下，动力煤价格本周有所回升。库存方面，产地到港口拉运倒挂，北方港口调入走低，北方及长江港口煤炭库存均有所回落。焦煤方面，事故导致安监趋严，国内供应一般；同时，钢厂开工高位，铁水产量稳定，下游成材淡旺季切换，且宏观税收等利好逐步落地，冶金煤需求尚可，本周主焦煤价格以稳为主；焦炭方面，虽然下游开工增长，但焦化利润升高开工也有所上涨，叠加粗钢平控等影响，本周价格有所回调。投资建议，考虑到动力煤逐渐转入淡季而非电需求逐渐进入旺季，预计 9 月双焦走势较动力煤更为强劲。考虑二季度价格回落，关注 8 月中报发布对股价冲击，之后预计高股息资产吸引力将有所增量。第一，具有焦炭产能的焦煤股也具备较高弹性，【潞安环能】、【平煤股份】、【淮北矿业】等弹性标的值得关注。第二，关注焦化板块相关个股，如【陕西黑猫】、【金能科技】、【美锦能源】等。第三，高股息建议关注【中国神华】、【山煤国际】、【陕西煤业】、【兖矿能源】、【恒源煤电】。第四，【广汇能源】马朗矿本周取得项目代码，产能释放持续推进。**
- **风险提示**
- 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【公司评论】众信旅游(002707.SZ)：众信旅游(002707.SZ) 2023 年中报点评-出境游业务持续复苏，2023Q2

疫情三年以来首个季度实现盈利

王冯 wangfeng@sxzq.com

### 【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2023 年中报，期内实现营收 7.92 亿元 (+528.6%)，归母业绩亏损 0.35 亿元 (+57.3%)，扣非归母业绩亏损 0.37 亿元 (+55.95%)，EPS-0.04 元。其中 Q2 实现营收 6.55 亿元 (+883.22%)，恢复至 2019 年同期 20%；归母净利润 297.62 万元 (+112.45%)，期内出境团队游业务逐渐恢复，公司亏损幅度同比上年同期大幅收窄，为疫情三年以来首个季度实现盈利，恢复至 2019 年同期 6.6%；扣非归母净利润 214.39 万元 (+108.56%)。
- 事件点评
- 出境团队游业务恢复，2023Q2 经营环境明显改善。目前文旅部发布三批恢复出境团队游机票+酒店国家名单，现开放出境团队游目的地国家增至 138 个。长线旅游市场中，法意瑞、西葡两牙，短线市场新马泰等国家全部恢复出境团队游业务。境外公司贡献收入继续保持高速增长，为去年同期 300%，贡献毛利超过去年同期 400%。
- 期末公司零售全国门店数达 1300 家，较去年同期净增加 370 家，数量规模已超 2019 年底水平。旅游批发业务实现营收 3.77 亿元 (+3959.25%)，旅游零售业务营收 1.3 亿元 (+373.67%)，分别恢复至 2019 年同期 8.9%、13.7%；毛利率分别为 13.43%、11.6%，分别较上年同期+63.15pct、-8.33pct，较 2019 年同期+4.91pct、-4.69pct。
- 公司期内毛利率 11.01% (-3.84pct)，净利率-4.77% (+70.08%)。整体费用率 17.03% (-89.12pct)，其中销售费用率 10.94% (-45.41pct)、管理费用率 5.62% (-21.77pct)、财务费用率 0.47% (-21.94pct) 系公司可转债在 2022 年度全部转股或清偿，期内公司有息债务规模较上期有较大幅度下降。经营活动现金流净额 426 万元，较上年同期增加 1.47 亿元，系公司业务快速增长、预售客户款项。
- 投资建议
- 年内国际航线运力持续提升，7 月国内航司实际执行出入境客运航班量超过 2 万班次，国内航司出入境旅客量超过 360 万人次，恢复至 2019 年同期的 53%左右。公司作为出境游批发零售龙头供应商，有望率先承接出境需求。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.06\0.28\0.39 元，对应公司 8 月 25 日收盘价 7.84 元，2023-2025 年 PE 分别为 128.7\28.1\20 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。
- 风险提示
- 居民消费恢复不及预期；出入境政策变化风险；市场竞争风险。

【山证军工】内蒙一机（600967.SH）2023年中报点评-推动外贸实现新突破，净利率显著提升

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 内蒙一机公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年公司营业收入为 61.05 亿元，同比减少 14.11%；归母净利润为 4.34 亿元，同比增长 1.21%；扣非后归母净利润为 4.30 亿元，同比增长 5.25%；负债合计 98.30 亿元，同比减少 31.52%；货币资金 18.56 亿元，同比减少 38.02%；应收账款 16.28 亿元，同比增长 4.50%；存货 33.36 亿元，同比减少 24.18%。
- 事件点评
- 推动外贸实现新突破。军品方面，俄乌冲突发生后，美国为代表的北约和俄罗斯产能大量消耗，战后也需要首先补库存，军贸出口能力将会在一个时期内减弱，公司加大 VT4、VT5、VN1、VN20、VP11 等军贸产品推介力度，不断拓展新领域新业务，把握机遇期，有望获取更多订单。民品方面，新争取到澳大利亚 220 辆铝合金粮食漏斗车订货，创澳洲市场新高，争取到印尼铁路公司 4 年备件配套合同、孟加拉棚车车体等多项外贸合同。
- 盈利水平有所提升，销售费用同比增长 43.21% 主要因为铁路监造费用同比增加。2023 年上半年毛利率同比提升 1.44 个百分点达到 10.97%，净利率同比提升 1.09 个百分点达到 7.14%，盈利水平有所提升。
- 投资建议
- 我们下调了公司的盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.51\0.60\0.70，对应公司 8 月 24 日收盘价 8.82 元，2023-2025 年 PE 分别为 17.4\14.8\12.7，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 新型号装备列装不及预期；外贸需求不及预期。

【公司评论】中瓷电子(003031.SZ)：中瓷电子（003031.SZ）：光模块陶瓷双位数增长，精密陶瓷部件营收过千万-光模块陶瓷双位数增长，精密陶瓷部件营收过千万

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 2023 年 8 月 24 日，公司发布 2023 年半年度报告。2023H1，公司实现收入 7.0 亿元，同比增长 10.6%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 1.18%。
- 事件点评：

- **光模块陶瓷外壳业务持续高增。**通信器件用电子陶瓷外壳包括光通信器件外壳、无线功率器件外壳、红外探测器外壳，公司在光通信领域,公司覆盖从 2.5G 到 800G 传输速率的光通信陶瓷器件，产品广泛应用于光纤骨干网、城域网、宽带接入、数据中心等场景。目前公司已完成 800G 光通信器件外壳设计开发，与海外技术水平相当，整体业务实现收入 5.2 亿元，同比+10.25%。
- **消费电子业务规模保持稳定。**消费电子陶瓷外壳及基板主要包括声表晶振类外壳、3D 光传感器模块外壳、氮化铝陶瓷基板等，其中，氮化铝薄膜基板和薄厚膜复合基板可配套公司光通信器件外壳，已实现批量供货；滤波器产品覆盖 SAW、BAW 等器件，主要尺寸包含 0806、1109、1411、1612、1814、2016 等，产品覆盖面广泛，整体业务实现收入 9,515 万元，同比+0.11%。
- **公司突破半导体精密陶瓷零部件，推动关键设备零部件国产化。**公司已开发了精密陶瓷零部件用氧化铝、氮化铝核心材料和配套的金属化体系，建立了完善的精密陶瓷零部件制造工艺平台，开发的陶瓷加热盘产品核心技术指标已达到国际同类产品水平并通过用户验证，实现了关键零部件的国产化，已批量应用于国产半导体关键设备中。2023H1，公司精密陶瓷零部件新产品实现收入 1,072 万元，已超越 2022 年全年收入。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**由于上半年公司产品的下游行业处于需求淡季，且具有去库存等因素影响，造成整体下游领域需求有所波动；但 2023 年全年，各通信龙头均计划在 AI 领域加强投入，公司光通信器件产品有望受益。此外，公司在上半年精密陶瓷产品收入高增，已超过去年全年收入。基于上述原因，我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 2.24/3.25/4.57 亿元，同比增长 50.7%/45.0%/40.8%，对应 EPS 为 1.07/1.55/2.19 元，PE 为 87/60/43 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；下游需求变化的风险；技术泄密风险。

### 【山证机械】芯碁微装（688630.SH）-PCB 设备主业稳健，电镀铜设备拓展双技术方案

徐风 xufeng@sxzq.com

#### 【投资要点】

- **事件描述**
- **公司披露 2023 年半年报。**上半年，公司实现营业收入 3.2 亿元，同比+24.9%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+27.8%；扣非后归母净利润 0.7 亿元，同比+51.4%。23Q2 实现营业收入 1.6 亿元，同比+7.3%；归母净利润 0.4 亿元，同比+5.4%；扣非后归母净利润 0.4 亿元，同比+41.0%。
- **事件点评**
- **PCB 传统业务保持稳健，大客户战略和出海战略成效显著。**2023 年 5 月，NEX60T 作为首台双台面防焊 DI 设备正式进军日本市场，海外市场拓展顺利。同时，公司深化与生益电子、胜宏科技、沪电股份等客户的合作，国际头部厂商鹏鼎控股订单情况良好。PCB 直写设备短期内随下游景气度波动，大客

户和战略出海战略有助于对冲下行周期影响；长期来看，服务器/数据存储、汽车、通信等行业的高增长为 PCB 曝光设备也带来了新增机会。

- **泛半导体直写光刻设备布局丰富，技术方案持续迭代。**（1）IC 载板：推出新品 MAS10，用于 IC 载板的线路曝光。公司已储备 3-4um 解析能力的 IC Substrate，技术指标比肩国际龙头。（2）掩膜版制版：目前主流制程在 100-400nm 工艺区间，公司将尽快推出量产 90nm 节点制版光刻设备。（3）先进封装：WLP 系列产品可用于 8inch/12inch 集成电路先进封装领域，涵盖 Flip Chip、Fan-InWLP、Fan-OutWLP 和 2.5D/3D 等形式。（4）Mini/Micro LED 封装：NEX 系列产品应用于 Mini LED 封装。
- **光伏电镀铜图形化设备覆盖直写和非直写方案，均实现交付。**（1）直接成像解决方案：量产机型 SDI-15H 于 2023 年 4 月成功发运光伏龙头企业，具备高精度解析（ $15\mu\text{m}+$ ），高精度图案对位（ $<10\mu\text{m}$ ），高速加工能力（单轨道 $\geq 6000$  半片/小时）等优异性能。（2）非直写光刻技术解决方案：SPE-10H 机型于 2023 年 6 月顺利交付海外客户端，具备产能 $\geq 8000\text{wph}$ (单轨)，光刻解析精度优于  $10\mu\text{m}$ 。此外，2023 年 5 月，公司与海源复材、广信材料签署了战略合作协议，合作开发 N 型电池铜电镀金属化技术。公司在光伏太阳能电池技术领域应用不断成熟并获得行业的认可。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.1/2.9/3.8 亿元，同比分别增长 54.6%/37.7%/32.1%，对应 EPS 分别为 1.61/2.21/2.92 元，对应 8 月 25 日收盘价 63.51 元，PE 分别为 39.5/28.7/21.7 倍。维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示：**技术研发不及预期；新技术应用不及预期；下游增长不及预期；行业竞争加剧；统计误差、模型参数及假设不及预期。

**【公司评论】宁波银行(002142.SZ)：**宁波银行中报点评-规模扩张较快，息差较为稳健，H123 归母净利润 +14.9%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

### 【投资要点】

- **事件：**公司发布中报，H123 营收 321.44 亿元、同比+9.3%，PPOP 206.31 亿元、同比+7.7%，归母净利润 129.47 亿元、同比+14.9%。加权平均 ROE 16.15%、同比+0.11pct。Q223 营收 155.91 亿元、同比+10.2%，PPOP 98.34 亿元、同比+9.2%，归母净利润 63.49 亿元、同比+14.4%。
- **规模扩张带动利息净收入较快增长。**H123 利息净收入 201.78 亿元、同比+16.6%。生息资产平均余额 2.10 万亿元、同比+18.6%，净息差 1.93%、同比-3BP。贷款端，零售贷款余额 4087 亿元、同比+20.1%，对公贷款余额 6977 亿元、同比+18.8%，零售&对公业务发展齐头并进。非息收入 119.66 亿元、同比-1.2%，其中手续费及佣金净收入 35.90 亿元、同比+1.3%。支出端，H123 成本收入比 34.82%、同比+0.84pct。当期计提资产减值损失 65.79 亿元、同比-4.3%，年化信用成本 1.13%、同比-27BP。

- **资产质量稳定，资本实力强劲。**H123 末不良贷款率 0.76%、较年初+1BP 但仍处较低水平。受宏观经济及行业风险释放影响，当期不良生成主要集中于批发零售业和制造业。期末拨备覆盖率 488.96%、较年初-15.94pct，风险抵补能力较强。期末核心一级/一级/资本充足率分别为 9.76%、10.63%、14.80%，资本较为充足，能够保障规模持续较快扩张。
- **投资建议：**根据公司中报，我们小幅调低了公司非息收入增速，并基于此将 2023-25 年盈利预测下调 1.8%、3.9%、6.2%。当期股价对应 2023E P/B 0.99x，基本处于近 5 年绝对低位。考虑到公司市场化机制成熟、资产增速快、资产质量好及估值较低，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**资产投放增速不及预期，资产质量恶化，利率下行超预期等。

**【公司评论】中国太保(601601.SH)：中国太保中报点评-负债端改革成果持续显现，H123 NBV 同比+31.5%**

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

### 【投资要点】

- **事件：**公司发布中报，H123 归母营运利润 215.37 亿元、同比+2.5%，归母净利润 183.32 亿元、同比-8.7%。寿险 NBV 73.61 亿元、同比+31.5%，NBVM 13.4%、同比+2.7pct，寿险保险服务业绩 144.78 亿元、同比-3.2%，投资业绩 23.38 亿元、同比-19.5%。产险承保利润 18.38 亿元、同比-12.0%。
- **寿险：**代理人产能提升、银保贡献增加共同带动 NBV 增长。个险 NBV 59.40 亿元、同比+13.3%，个险新单 222.86 亿元、同比+17.0%，代理人数量 21.9 万人、同比-29.8%。核心人力月人均新单 5.55 万元/人/月、同比+35.1%，月人均首年佣金收入 7482 元/人/月、同比+61.8%。收入增加已使代理人留存情况有所改善，期待后续增员情况改善。银保 NBV 13.81 亿元、同比+305.0%，银保新单 200.92 亿元、同比+2.8%，银保 NBVM 6.9%、同比+5.2pct，银保 NBV 增长主因 NBVM 的明显改善。
- **产险：**原保费收入 1037 亿元、同比+14.3%，其中车险同比+5.4%、非车险同比+24.5%。综合成本率 97.9%、同比+0.6pct，主因出行恢复、车辆出险率提升导致综合赔付率上升 0.9pct 至 70.4%。
- **资产端：**净/总投资收益率均为 2.0%、均同比-0.1pct。投资资产 2.12 万亿元、同比+8.3%。债券投资占比达 48.3%、同比+5.0pct，为增配最明显的大类资产。定期存款配置有所下降，股权投资配置基本持平。
- **投资建议：**根据公司中报，我们下调了公司投资收益率假设，并将 2023-25 年盈利预测下调 8.5%、10.4% 和 13.6%。2023E P/EV 0.47x，处近 5 年低位。考虑到公司负债端改革成果逐步显现且估值较低，维持“买入-A”。
- **风险提示：**负债端发展不及预期，长端利率下行，资本市场波动加剧等。

**【山证通信】新易盛 (300502.SZ)：静待 400G800G 放量带动公司业绩高增**

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

## 【投资要点】

- **公司发布 2023 年半年报。**2023H1 公司实现营收 13.05 亿元，同比下滑 11.78%；归母净利润 2.88 亿元，同比下滑 37.46%；扣非后归母净利润 2.84 亿元，同比下滑 20.65%。其中，单二季度营收 7.04 亿元，同比-4.85%，环比+17.5%；归母净利润 1.81 亿元，同比-45.07%，环比+ 67.6%；扣非后归母净利润 1.78 亿元，同比-19.40%，环比+ 67.9%。
- **事件点评：**
- **业绩端，公司营收与毛利下滑主要系占比最高的点对点光模块营收有所下降。**23H1 公司点对点光模块营收 12.61 亿元，同比下降 13.03%；其中境外营收 11.03 亿元， 同比下降 0.72%，境内营收 1.58 亿元， 同比下降 53.39%；产销方面，23H1 点对点光模块销量 291 万只，去年同期销量 461 万只，根据公司披露，产销变化主要系公司产品结构变化。利润端，公司 23H1 毛利率 29.41%，相较同期下滑 4.33pct，其中点对点光模块毛利率相较去年同期下滑 3.94pct。
- **公司持续投入高速率型号光模块研发，完善多种技术布局。**公司已成功推出 800G 的单波 200G 光模块产品，同时 800G 和 400G 光模块产品组合已涵盖基于硅光解决方案的 800G、 400G 光模块产品及 400G ZR/ZR+相干光模块产品、以及基于 LPO 方案的 800G 光模块。此外，8 月 24 日公司与 Alpine 主要股权出售方签署《ADDENDUM AGREEMENT》（简称“补充协议”），将交易协议中关于技术产品 2 进行变更，更新后的技术产品 2 在满足光互联网论坛（Optical Internetworking Forum）相关执行协议以及 MSA 的相关规范，该项技术变更将提升公司硅光芯片研发能力。随数据中心对光模块速率要求提升，公司有望受益于 400G/800G 光模块产品放量和硅光技术迭代实现营收与利润双增。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-25 年公司净利润 8.6/11.4/14.0 亿元，同比增长 -5.2%/32.8%/23.5%，对应 EPS 为 1.21/1.60/1.98 元，PE 为 41.4/31.2/25.3 倍；公司作为全球光模块龙头之一，是少数能够生产 800G 光模块的供应商，且在各项领先技术上进展良好，有望长期受益于光模块技术迭代及需求增长，后续有望随海外大客户订单落地实现业绩兑现迎来高增，首次覆盖给予“买入-B”评级。
- **风险提示：**
- **技术升级风险：**光通信技术的不断发展和应用领域的延伸，对光通信设备的性能提出了更高的要求；光模块作为光通信设备中的重要组成部分，其制造技术将朝着小型化、低成本、高速率、远距离、热插拔等方向发展，各种新功能、新方案的提出，以及应用领域的拓展对光模块产品的技术水平和工艺品质提出了更高的要求。如果公司核心技术不能及时升级，或者研发方向出现误判，导致研发产品无法市场化，公司产品将存在被替代风险。同时，随着微光学器件和集成光子技术逐渐从实验室研究走向实际应用，光模块存在被具有更高集成度的光子器件替代的风险。
- **存货质量的风险：**公司通常采用订单生产模式，但对于通信设备制造商及互联网厂商，公司须确保供货速度，因此对于部分采购周期长、市场紧缺的原材料，公司会基于市场预测来提前备货，而通常这

类原材料的单价较高，采购支出较大。如果未来出现未能中标份额或客户预测订单虚高等情况，原材料将存在积压风险，影响公司的资产周转能力和经营活动现金流量，且存在发生跌价损失的可能性。

- **市场竞争的风险：**随着 AI 建设的快速推进及数据中心市场的高速发展，给行业带来了良好的发展机遇，同时促使同行业光模块厂商间的竞争加剧，如果应对不当，公司可能会面临市场份额下降或者产品、技术竞争力下降的风险。
- **高管减持风险：**公司控股股东及实际控制人高光荣先生于 2023 年 3 月 17 日至 2023 年 7 月 21 日期间通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 8,223,481 股，占公司现总股本比例 1.23%。若公司主要高管持续减持，则可能对公司产生负面影响。

### 【山证煤炭】兖矿能源（600188.SH）中报点评：-Q2 产量恢复正常，吨煤售价下行影响业绩

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

#### 【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2023 年半年度报告：**报告期内公司实现营业收入 844.01 亿元，同比-15.84%；归母净利润 102.10 亿元，同比-43.39%；扣非后归母净利润 100.49 亿元，同比-43.66%；经营活动净现金流量 86.61 亿元，同比-35.36%；基本每股收益为 2.09 元，同比-43.52%。加权平均 ROE 为 12.35%，同比减少 12.38 个百分点。其中 Q2 营业收入 399.80 亿元，同比-32.33%；归母净利润 45.48 亿元，同比-59.88%。
- **事件点评**
- **商品煤产量减少主要在 Q1，Q2 产量恢复；吨煤售价回落，毛利率降低。**公司 2023H1 商品煤产量 4923.2 万吨，同比-2.78%；销量 5135.1 万吨，同比变化-3.24%，产量下滑主要原因是 Q1 山东本部受地质条件变化、采场更替影响，及兖煤澳洲受极端天气、劳动力短缺影响；Q2 公司产量基本恢复正常，产量同比+4.75%，环比+18.5%，其中公司本部及兖煤澳洲商品煤产量分别环比+7.7%、+45.15%。上半年国内外煤价回落，秦港动力末煤、纽卡斯尔港动力煤及澳洲峰景矿硬焦煤 H1 均价分别同比变化-13.93%、-30.64%和-25.51%。H1 公司煤炭售价平均 1002.25 元/吨，同比-13.21%；需求不景气导致销量的下滑，使得公司吨煤成本上涨，H1 公司煤炭平均销售成本 532.82 元/吨，同比+10.5%；煤炭板块毛利率 46.8%，同比下降 11.4 个百分点。
- **煤化工产销同增，但售价下行幅度超过成本，毛利降低。**由于榆林能化去年同期检修，2023H1 公司煤化工产销同增，合计化工产品产量 372.6 万吨，同比+18.9%；销量 334.3 万吨，同比+14.68%。公司化工产品平均价格为 3533.6 元/吨，同比变化-14%，单位毛利为 551.90 元/吨，同比-41.6%。上半年受下游经济复苏延后影响，国内化工品价格下行，但煤炭价格回落滞后，化工产品成本下降幅度不多，公司煤化工业务毛利有所降低。

- **内生外延持续，公司煤炭产能仍有扩大空间；关注下半年海外煤价。**公司新疆能化所属新疆准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程(1000万吨/年)项预计于2023年下半年开工，2025年建成投产。子公司内蒙古矿业产量仍有扩大空间，内生及外延增长，增强公司可持续发展能力。另外，持续关注下半年海外煤炭价格，俄乌争端持续影响国际能源供需格局，下半年若天气偏冷或欧洲天然气供给不足，海外煤炭价格仍有反弹空间。
- **投资建议**
- 预计公司2023-2024年EPS分别为2.80\2.95\3.17元，对应公司8月24日收盘价16.72元，2023-2025年动态PE分别为5.9\5.6\5.2倍，继续给予“买入-A”投资评级。
- **风险提示**
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；新建项目投产不及预期、海外煤炭价格持续下行风险等。

**【公司评论】周大生(002867.SZ)：周大生公司快报-黄金产品销售高增，23Q2线下展店加速**

王冯 wangfeng@sxzq.com

### 【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布2023年半年报。**2023年上半年，公司实现营收80.74亿元，同比增长58.37%，实现归母净利润7.40亿元，同比增长26.45%，实现扣非净利润7.07亿元，同比增长26.06%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利3元（含税），派息率44.1%。
- 
- **事件点评**
- **23Q2营收增速环比进一步提升，归母净利润基本与2021年同期持平。**营收端，2023H1，公司实现营收80.74亿元，同比增长58.37%。分季度看，23Q1-23Q2分别实现营收41.22、39.52亿元，同比增长49.65%、68.63%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润7.40亿元，同比增长26.45%。分季度看，23Q1-23Q2分别实现归母净利润3.65、3.74亿元，同比增长26.06%、26.82%。今年2季度，公司营收增速环比继续抬升，业绩端剔除上年同期低基数影响，基本与2021年同期持平。
- 
- **2023H1公司净开门店合计119家，线上渠道实现高速增长。**2023H1，自营线下、线上、加盟渠道营收占比分别为10.25%、14.31%、74.02%。其中，自营线下渠道，2023H1实现营收8.28亿元，同比增长45.99%，期末门店数量282家，较年初净增33家，单店收入305万元，同比增长26.6%，其中镶嵌产

品、黄金产品分别同比下降 16.82%、增长 32.95%。线上渠道，2023H1，实现营收 11.55 亿元，同比增长 91.33%，其中镶嵌、素金、银饰等其它品类分别实现营收 0.83、9.01、1.72 亿元，同比增长 60.63%、111.33%、36.23%；其中天猫、京东、抖音收入分别为 5.14、3.08、1.79 亿元，同比增长 58.2%、209.5%、42.1%，占线上渠道比重为 44.5%、26.7%、15.5%。加盟渠道，2023H1，实现营收 59.76 亿元，同比增长 57.16%，期末门店数量 4453 家，较年初净增 86 家，单店出货 136 万元，同比增长 52.47%，其中镶嵌产品、黄金产品分别下降 6.78%、增长 64.28%。今年 2 季度，公司线下渠道展店速度明显加快，线上渠道中京东平台实现高速增长。



➤ **强化黄金产品 IP 合作力度及新工艺布局，23H1 黄金产品高速增长且盈利水平基本稳定。**分产品看，镶嵌产品，2023H1，实现营收 5.26 亿元，同比增长 2.57%，毛利率 32.24%，同比下滑 1.12pct。素金产品，2023H1，实现营收 67.31 亿元，同比增长 71.71%，毛利率 8.71%，同比下滑 0.29pct。今年上半年，公司加大黄金产品的 IP 合作力度，新增国际艺术 IP《莫奈》联名系列，同时继续推进黄金镶钻的“点钻潮金”系列及轻古法的“浪漫花期”系列，主打 5G 黄金镶嵌钻石及古法镶嵌钻石工艺，致力于实现产品溢价、破圈年轻消费群体。2023H1，镶嵌产品、素金产品营收占公司收入比重为 6.51%、83.37%，同比下滑 3.55、提升 6.47pct。



➤ **产品结构变化致使公司销售毛利率下滑，存货周转速度加快。**盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比下滑 3.7pct 至 18.5%，主因黄金类、镶嵌类产品销售收入增减变动使得收入结构发生了较大变化所致。23Q1、23Q2 毛利率分别为 17.91%、19.04%，同比分别下滑 2.3pct、5.5pct。期间费用率方面，2023H1，期间费用率合计下滑 1.5pct 至 5.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 4.9%/0.6%/0.1%/-0.0%，同比 -1.3/-0.3/-0.1/+0.2pct；23Q2，期间费用率合计下滑 1.6pct 至 6.0%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.4%/0.6%/0.1%/-0.0%，同比 -1.5/-0.3/-0.1/+0.2pct。综合影响下，2023H1，公司归母净利润率 9.2%，同比下滑 2.3pct，23Q1、23Q2 归母净利润率分别为 8.9%、9.5%，同比下滑 1.7pct、3.1pct。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货为 35.6 亿元，同比增长 22.6%，存货周转天数 94 天，同比减少 34 天。经营现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额为 7.2 亿元，同比下降 2.6%，其中 23Q1、23Q2 经营活动现金流净额分别为 6.9、0.3 亿元。



#### ➤ 投资建议

➤ 今年 2 季度，公司线下渠道展店节奏加快，电商渠道高速增长，黄金产品表现亮眼，黄金珠宝行业即将进入“金九银十”销售旺季，我们继续看好公司凭借线下渠道扩张、线上渠道领跑行业，持续提升自身市占率。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.23、1.46、1.72 元，8 月 24 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 12.7、10.7、9.1 倍，维持“买入-B”建议。



➤ 风险提示

- 金价大幅波动；门店拓展不及预期；电商渠道增速不及预期；利润分配方案未实施的风险。

【山证金工】短期择时及月度行业配置策略跟踪-20230826

黎鹏 lipeng@sxzq.com

【投资要点】

- 1) 近期基于权重行业走势的择时策略超额收益累积较明显；
- 2) 银行、食品饮料、非银和医药行业动量较强，但新能源行业较弱；
- 3) 权重行业择时策略：沪深 300 和中证 500 发出看多信号，其余指数尚未发出；
- 4) 基于拐点的行业配置策略 8 月推荐行业组合为：通信、传媒、家电、计算机和石油石化。8 月至今组合超额收益约为 2.1%。
- 风险提示：报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。

【山证煤炭】中国神华（601088.SH）中报点评：-煤、电产销同增，龙头地位继续加强

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2023 年半年度报告：公司实现营业收入 1694.42 亿元，同比+2.3%；实现归母净利润 332.79 亿元，同比减少-19.2%；扣非后归母净利润为 329.70 亿元，同比-18.6%；基本每股收益 1.675 元/股，加权平均净资产收益率 8.59%，同比减少 2.44 个百分点。Q2 营收 824 亿元，同比+0.89%；归母净利润 146.67 亿元，同比-33.87%。
- 事件点评
- 煤炭业务：产销同增，但售价回调，毛利有所降低。2023 年 H1 公司商品煤产量为 160.7 百万吨，同比变化+2.0%，销量实现 217.9 百万吨，同比变化+3.7%。H1 公司煤炭销售年度长协比例 57%，同比 2022 年 Q1 提升 0.3 个百分点；同时，月度长协和现货销售比例下调，月度长协比例由 35.3%下降至 29.2%，现货比例由 9.7%下降至 8.3%。价格方面，年度长协价格平均 500 元/吨，同比-2.5%；月度长协价格 821 元/吨，同比+1.6%；现货价格 693 元/吨，同比-11.2%；坑口直接销售价格 347 元/吨，同比+7.8%；煤炭平均售价 601 元/吨，同比-5.1%。H1 煤炭业务实现营业收入 1352.44 亿元，同比-0.7%；营业成本 921.83

亿元，同比+6.3%，主要由于安全生产费、原材料及外购煤成本增加等原因；H1 实现毛利 430.61 亿元，同比-13.03%；公司煤炭业务毛利率 31.8%，同比降低 4.5 个百分点。

- **电力业务：**量价齐增，售电成本下降，毛利率提高。2023H1 公司实现发电量 100.20 十亿千瓦时，同比+18.2%；售电量 94.26 十亿千瓦时，同比+18.4%，平均售价为 418 元/兆瓦时，同比+1.5%。H1 电力板块营收 441.9 亿元，同比变化+18.9%；营业成本 367.7 亿元，同比+15.3%；平均售电成本 367.7 元/兆瓦时，同比-3.4%。H1 电力板块实现毛利 74.2 亿元，同比变化+40.77%；毛利率 16.79%，同比提高 2.61 个百分点。报告期内公司总装机容量为 40301 兆瓦，其中燃煤装机 39164 兆瓦，占比 97.18%；燃气装机 950 兆瓦，占比 2.36%，水电装机 125 兆瓦，占比 0.31%；商业运营光伏装机 62 兆瓦，占比 0.15%。燃煤装机仍是主要力量，Q2 以后煤电煤价格回调，公司电力板块业绩有望继续改善。
- **海运低位，成本上涨，运输板块盈利下降。**H1 公司铁路、港口、航运分别实现营业收入 221.23 亿元/32.87 亿元/25.79 亿元，同比分别变化+5.3%/+1.5%/-14.9%，分别实现毛利润 83.75 亿、14.82 亿、2.33 亿元，同比-13.86%、-7.14%、-56.20%，毛利下降的主要原因分别为成本费用上升、港口装船量的下降和原材料和人工等成本增加以及平均海运价格的下降。
- **煤化工业务：**售价下降，毛利走低。H1 公司聚烯烃产品销售量 351.4 千吨，同比-1.9%；聚乙烯平均售价 6456 元/吨，同比-8.6%；聚丙烯售价 5931 元/吨，同比-13.9%；煤化工业务实现营收 30.02 亿元，同比-12.4%，营业成本 27.86 亿元，同比+1.6%，毛利润 1.1 亿元，同比变化-65.1%。毛利率 7.2%，同比下降 12.8 个百分点。主要因为经济复苏延后，下游需求不足，聚烯烃产品平均销售价格下降的影响。
- **公司煤炭外延式增长空间仍存，煤炭产业链一体化优势平抑周期波动。**公司 4 月 29 日发布公告《关于与国家能源集团签署附条件生效的《避免同业竞争协议之补充协议（二）》的公告》，公告在集团合并完成后 5 年内，由本公司择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产。考虑到外部市场煤炭资源获取难度较大且定价偏高，本公司一直将国家能源集团存量煤炭相关资产注入作为资源获取的重要路径。由本公司择机行使优先交易及选择权、优先受让权以收购剥离业务所涉资产的期限延长至 2028 年 8 月 27 日。公司煤炭全产业链发展的优势也可有效平抑煤炭价格周期的波动，H1 电力板块毛利增加 21.49 亿元，部分抵消了煤炭板块毛利的下滑。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.37\3.63\3.64 元，对应公司 8 月 24 日收盘价 27.81 元，2023-2025 年 PE 分别为 8.2\7.7\7.6 倍，继续给予“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；电力需求不足、铁路、航运成本增加等。

**【公司评论】宋城演艺(300144.SZ)：宋城演艺（300144.SZ）2023 年中报点评-2023Q2 经营情况同比大幅改**

善，主要景区阶段性恢复提升明显

王冯 wangfeng@sxzq.com

### 【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2023 年中期财报，期内实现营收 7.4 亿元 (+562.85%)，归母净利润 3.03 亿元 (+1140.11%)，扣非归母净利润 2.95 亿元 (+399.39%)，EPS0.12 元。其中 Q2 实现营收 5.06 亿元 (+1816.03%)，为 2019 年同期 85%；归母净利润 2.42 亿元 (+2459.7%)，为 2019 年同期 50%，剔除 2019 年同期公司六间房等重组投资收益影响，2023Q2 归母净利润恢复至 2019 年同期 102.9%；扣非归母净利润 2.4 亿元 (+509.79%)，较上年同期扭亏为盈。年内经营情况得到明显改善，2023Q1、Q2 营收业绩较上年同期均有大幅增长。
- 事件点评
- 暑假旺季以来，各景区阶段性恢复提升明显。其中杭州宋城基本恢复至 2019 年同期水平；旅游目的地丽江、桂林景区大幅超出 2019 年同期水平；上海景区截至 7 月底预售票总数超过 40 万张。得益于项目数量增加和经营情况持续恢复，暑期以来公司整体接待旅游人次和收入已超过 2019 年同期水平。
- 主要千古情景区中丽江项目恢复居前。杭州/三亚/丽江景区 2023H1 分别实现营收 2.27 亿元/1.06 亿元/1.36 亿元，较上年同期分别增长 738.17%/139.26%/895.5%，分别恢复至 2019 年同期 56.89%/45.49%/93.79%；毛利率 60.73%/79.06%/80.4%，较上年同期+103.9pct/+6.1pct/66.01pct，较 2019 年同期-7.06pct/-7.02pct/+0.79pct。
- 期内公司毛利率 63.95% (+31.02pct)，净利率 40.72% (+81.38pct)。整体费用率 10.34% (-181.93pct)，其中销售费用 2 亿元 (+145.1%) 系公司各景区广告投入同比增加；管理费用 0.59 亿元 (-72.95%) 系上年同期各景区闭园期间营业成本调整至管理费用；研发费用 0.09 亿元 (-1.64%)；财务费用-0.03 亿元 (+78.4%) 系公司汇兑收益同比减少。经营活动现金流净额 5.42 亿元 (+3879.2%) 系各景区开园经营情况好转。
- 投资建议
- 年内旅游市场经营情况持续恢复，公司成熟项目继续贡献主要业绩、新项目改版升级迎来客流口碑双丰，公司盈利能力有望持续恢复。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.32\0.42\0.51 元，对应公司 8 月 25 日收盘价 12.04 元，2023-2025 年 PE 分别为 37.3\28.6\23.8 倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 居民消费恢复不及预期风险；新项目业绩不及预期风险。

【山证煤炭】华阳股份（600348.SH）公告点评：-煤炭板块成本下降毛利率稳定，钠离子项目持续推进

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ **事件内容：**公司发布 2023 年半年度报告。2023 年 1-6 月公司实现营业收入 154.13 亿元，同比-18.81%；实现归母净利润 30.12 亿元，同比-9.38%；扣非后归母净利润 29.92 亿元，同比-9.48%；经营活动流量净额 30.75 亿元，同比+2.18%。基本每股收益 0.83 元/股，加权平均净资产收益率 11.11%，同比减少 5.02 个百分点。其中，2023Q2 公司实现营业收入 70.33 亿元，同比-27.86%；归母净利润 12.85 亿元，同比-36.42%。

➤ 事件点评

➤ **上半年煤价回调导致业绩下滑。**公司 2022 年煤炭板块营收占比 94.01%，毛利占比 98.49%；2023H1 煤炭板块营收占比 87.76%，毛利占比仍高达 98.87%，即煤炭板块是影响公司业绩主要因素。2023 年以来煤炭价格向合理价格回归，2023Q2 秦皇岛港动力煤长协均价 717 元/吨，同比-0.32%；阳泉动力煤 Q5500 车板价 H1 均价 920 元/吨，同比-4.24%；阳泉末煤坑口价 H1 均价 1101 元/吨，同比-9.39%；阳泉无烟中块 H1 均价 1746 元/吨，同比-2.43%。公司业绩受煤价影响有所下滑，与行业一致，基本符合预期。公司资产负债率 54.68%，比 2022 年底降低 2.97 个百分点，利息费用 3.07 亿元，同比-7.87%，财务负担进一步减轻。

➤ **受益于成本同比下降，H1 毛利率稳定，产能增量空间仍存。**2023 年 1-6 月，公司累计实现煤炭产量 2376 万吨，同比+1.83%，销售煤炭 2157 万吨，同比-10.92%；吨煤售价平均 627.1 元/吨，同比-14.87%，吨煤成本 323 元/吨，同比-23.8%，吨煤毛利 304 元/吨，同比+0.7%；煤炭板块毛利率 48.44%，同比下降 0.2 个百分点。Q2 以后煤价下行，公司煤炭销售 1086 万吨，同比-16.0%，环比+1.4%。吨煤售价 575 元/吨，同比-16.8%，环比-15.4%，毛利率 47.13%，有所下降。公司未来煤炭板块产能增量空间仍存，在建煤矿七元煤矿建设项目批准生产规模 500 万吨/年产，服务年限 137 年，截止报告期末已取得大部分相关手续，预计首采工作面出煤时间为 2024 年三季度；泊里煤矿建设项目批准生产规模 500 万吨/年产，服务年限 77.6 年，也已取得采矿许可证等关键手续，建设稳步推进。西上庄 2×660MW 低热值煤热电项目基建已完成投资 49.02 亿元，投产后可与煤炭板块形成产业链一体化，进一步保障煤炭销售。

➤ **新能源转型持续稳步推进。**（1）钠离子正、负极材料方面：千吨级钠离子电池正负极材料项目 2022 年 3 月底已正式投产，2023 年上半年正、负极材料分别生产 193.89 吨、182.24 吨；收入分别为 460.76 万元、141.07 万元；万吨级钠离子电池正负极材料项目已于 2023 年 2 月开工，总投资约 11.4 亿元，达产后可年产 2 万吨钠离子电池正极材料，1.2 万吨钠离子电池负极材料。报告期内，项目实施主体之一山西华钠碳能科技有限责任公司获中科海钠增持 15%股权；（2）钠离子电池电芯项目方面：建成

钠离子电芯生产线 2 条，自 2022 年 9 月 23 日开始带料调试，目前已进入商业化应用阶段。（3）钠离子 Pack 电池生产线建设项目：建设年产 1GWh 钠离子 Pack 电池生产线，配套生产小型动力 Pack 电池和储能 Pack 电池模组，圆柱电池已实现二轮电动车商业化应用，方形产线已完成空载运行。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.68、1.81 和 1.86 元，对应公司 8 月 23 日收盘价 7.60 元，2023-2025 年 PE 分别为 4.5\4.2\4.1，维持“增持-A”投资评级。

➤ **风险提示**

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险；新能源项目建设及盈利不及预期风险等。

➤

**【公司评论】多利科技(001311.SZ)：多利科技 (001311.SZ)：2023H1 业绩实现较高增长，盈利能力显著提升**

林帆 linfan@sxzq.com

**【投资要点】**

➤ **事件描述**

➤ **2023 年 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年度报告：**2023 年上半年实现营业收入 17.34 亿元，同比+25.58%；归母净利润 2.48 亿元，同比+34.62%；扣非归母净利润 2.36 亿元，同比+28.82%。其中，Q2 实现营业收入 9.08 亿元，同比+40.60%，环比+9.91%；归母净利润 1.41 亿元，同比+72.04%，环比+32.51%；扣非归母净利润 1.35 亿元，环比+34.03%。

➤ **事件点评**

➤ **受益于特斯拉、理想等客户销量保持较高增长，公司上半年业绩超预期。**分产品来看，2023H1 公司冲压和一体化压铸零部件与冲压模具业务分别实现营业收入 15.94 亿元和 0.52 亿元，同比分别+23.63%和+1217.58%，分别占营业收入的 91.91%和 2.99%。公司深度绑定特斯拉和理想，主营业务继续呈较高速增长。出口业务实现收入 1.54 亿元，同比+179.19%，占营业收入的 8.91%，同比去年同期+4.90pct，毛利率为 32.53%，远超公司整体毛利率水平，表现亮眼。我们认为全球汽车产业已进入上行周期，公司有望持续受益于新能源汽车产业较高速增长和全球汽车零部件需求量提升带来的出口业务增长。

➤ **公司持续优化工艺流程，23Q2 盈利能力显著提升。**2023H1 公司毛利率和净利率分别为 24.71%和 14.29%，同比去年同期分别+1.14pct 和+0.96pct，主要因冲压和一体化压铸零部件业务毛利率同比+2.60pct 至 21.21%及毛利率较高的出口业务同比快速增长。其中，Q2 毛利率和净利率分别为 26.65%和 15.56%，同比去年同期分别+4.77pct 和+2.85pct，环比分别+4.07pct 和+2.66pct。公司持续优化工艺

流程，进一步提升产线自动化和智能化水平，促使生产成本继续降低，盈利能力大幅提升。2023H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.31%/2.82%/3.83%/-0.27%，同比分别+0.03/+0.55/

- +0.32/-0.65pct，其中管理费用率升高主要因上半年中介机构服务费增加，财务费用大幅降低主要因上半年利息收入和汇兑收益增加。公司费用管控能力优秀，伴随募投产能逐步释放，业绩弹性有望进一步提升。
- 盐城多利一体化压铸生产线已实现对客户的量产销售，产品良率较高。公司目前已在盐城多利、安徽达亚布局了四条一体化压铸生产线，其中盐城多利 6100 T 一体化压铸生产线已投入使用，并实现对客户产品的量产销售，同时已积累了良好的研发和生产基础，并取得了较高的产品良率。我们认为一体化压铸在未来会得以大规模应用，随着公司新拓展客户车型的订单增多，该业务会给公司带来较大的业务收入和净利润增长。
- 投资建议
- 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.55/6.88/8.62 亿元，同比分别增长 24.4%/24.0%/25.3%，对应 EPS 分别为 3.02/3.75/4.69 元，对应于 2023 年 8 月 24 日收盘价 49.22 元，PE 分别为 16.3/13.1/10.5 倍。维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示
- 汽车产销量增长不及预期；新业务开拓不及预期；原材料价格大幅波动的影响；行业竞争加剧的风险。

【公司评论】浙江自然(605080.SH)：浙江自然公司快报-23Q2 营收降幅显著收窄，柬埔寨保温箱新产品开始出货

王冯 wangfeng@sxzq.com

### 【投资要点】

- 事件描述
- 8 月 25 日，公司披露 2023 年半年报，2023H1，公司实现营业收入 5.30 亿元，同比下降 16.60%，实现归母净利润 1.21 亿元，同比下降 30.86%，实现扣非归母净利润 1.15 亿元，同比下降 30.15%。
- 事件点评
- 受益于客户库存去化及新产品开始出货，23Q2 营收降幅显著收窄。营收端，2023H1，公司实现营收 5.30 亿元，同比下降 16.60%。分季度看，23Q1-Q2 营收分别为 2.40、2.90 亿元，同比下降 27.23%、5.12%，23Q2 公司营收降幅显著收窄，预计受益于下游客户库存去化情况改善、及硬质保温箱新产品开始出货。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润 1.21 亿元，同比下降 30.86%，其中 23Q1-Q2 归母净利润分别为 0.67、0.53 亿元，同比下降 20.91%、40.33%。2023H1，公司实现扣非归母净利润 1.15 亿元，同比下降 30.15%，其中 23Q1-Q2 扣非归母净利润分别为 0.53、0.61 亿元，同比下降 31.02%、29.38%。2 季度

业绩端降幅大于收入端，主要受到柬埔寨海外工厂产能未完全释放，处于生产爬坡阶段，毛利率与净利率较低。

➤ **海外产能爬坡致 23Q2 毛利率下滑，期间费用率有所提升。** 盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比下滑 0.22pct 至 35.67%，23Q1-Q2 毛利率分别为 37.91%、33.81%，同比提升 1.4、下滑 1.5pct。费用率方面，2023H1，公司期间费用率合计提升 4.5pct 至 9.01%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 1.94%/5.25%/3.22%/-1.40%，同比+0.8/+1.4/+0.9/+1.4pct，销售费用率提升主因国外展会增加，公司积极参加各种展会拓展客户，财务费用率提升主因汇率变动较大。23Q2，公司期间费用率合计提升 5.3pct 至 7.59%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 1.89%/4.98%/3.03%/-2.31%，同比+1.1/+0.4/+0.3/+3.5pct。综合影响下，2023H1，公司归母净利润率为 22.73%，同比下滑 4.69pct，23Q2，公司归母净利润率为 18.38%，同比下滑 10.85pct。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货 1.60 亿元，同比下降 4.72%，存货周转天数 110 天，同比增加 17 天。经营现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额为 0.59 元，同比下降 60.96%，主因本期收入减少及大宗原材料低洼期储备增加，其中 23Q1-Q2 经营活动现金流净额分别为 0.07、0.52 亿元。

➤ **投资建议**

➤ **2023 年上半年，公司内外销传统业务营收增速均受到客户去库存影响，但外销业务中，柬埔寨生产基地的硬质保温箱产品已开始出货，客户反馈良好，内销业务中车载配套产品贡献增量抵消部分精致露营产品营收下滑，23Q2 公司营收端降幅环比已有显著改善。** 业绩端受到海外产能爬坡影响，毛利率短期承压，叠加期间费用开支增加较快，业绩端环比改善程度尚不明显。结合公司上半年业绩情况，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.53、1.81 和 2.08 元，8 月 24 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 18.4、15.6、13.6 倍，维持“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 国际品牌对后续需求展望悲观的风险；产能扩张不及预期；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动。

**【山证医药】达仁堂（600329.SH）2023 年中报点评-大品种战略+联营企业高收益，推动利润显著增长**

魏贇 weiyun@sxzq.com

**【投资要点】**

➤ **事件描述**

➤ 公司发布 2023 年中报，上半年公司实现营业收入 40.88 亿元（+8.31%），归母净利润 7.22 亿元（+54.12%），扣非归母净利润 7.12 亿元（+53.41%），

➤ 实现 EPS0.94 元，经营性现金流量净额为 1.22 亿元，同比+37.48%。

➤ 2023 单 Q2 公司实现收入为 19.34 亿元（+2.57%），归母净利润为 3.22 亿元（+19.51%），扣非净利润

为 3.17 亿元 (+19.28%)。

#### ➤ 事件点评

- **降本增效，毛利率、净利率提升。**2023 年上半年，公司工业生产围绕降本增效开展工作。2023H1 毛利率为 46.86% (+5.67pcts)，与医药商业销售占比下降有关，净利率 17.48% (+4.81pcts)。费用率方面，2023H1 公司的销售费用率 26.07% (+3.39pcts)，管理费用率 3.84% (-0.82pcts)，研发费用率 1.27% (-0.19pcts)。销售费用率的提升，与市场拓展维护费和职工薪酬同比增加有关。管理费用同比-10.8%，主要系回购限制性股票，股权激励费用冲回。
- **工业+投资收益带动利润增长。**上半年，公司工业板块产品销售收入及毛利额稳步增长，同时公司投资的联营公司经营业绩也大幅增长。2023 H1 公司确认联营企业和合营企业投资收益为 1.95 亿元 (+94.09%)，中美史克（持股 25%）23H1 收入 21.29 亿元(+43.02%)，利润 6.58 亿元(+95.67%)，剔除相关影响后归母净利润为 5.27 亿元 (+43.20%)。从二季度情况来看，联营企业和合营企业投资收益为 0.95 亿元 (+69.21%)，剔除相关影响后归母净利润为 2.27 亿元 (+6.40%)。总体来说，一季度发货势头较好，二季度零售和三终端市场整体发展放缓。
- **销售方面奋力开拓终端，扩展商业交互。**一季度发货势头较好，二季度零售和三终端市场整体发展放缓。公司坚定推进“三核九翼”战略，加强各平台、多模式、多渠道、多品种的商务交互，与头部连锁及省级连锁客户商务洽谈，开发空白市场。与全国百强连锁全品类精准营销合作，重点推进心血管品类慢病赋能计划以及清咽滴丸、胃肠安丸等品种进场与动销计划。其中，清咽滴丸挂网 24 个省市，全国铺货 400 家余连锁，开发医疗终端 2000 余家。
- **核心大产品二次开发，梳理沉睡品种并再激活。**聚焦速效救心丸、清咽滴丸等主品的重点科研项目 27 项，推进中药传统制剂剂型提升工作，开展物质基础研究，梳理 599 个文号，按计划完成沉睡品种的调研工作，部分产品已获恢复生产检查批复。
- **投资建议**
- **公司混改落地，增长动能持续强劲。**公司以三核九翼、五大战略、叠加品牌建设，在组织架构调整、营销变革、经营改善、激励到位的前提下，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.46、1.68、2.02 元，对应 PE 分别为 23.7、20.6、17.1 倍。我们看好公司未来一段时间的发展，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 风险因素包括但不限于：营销改革不及预期的风险，核心产品销售不及预期风险，投资收益波动的风险，原材料成本上涨风险等。

【山证非银】南华期货点评报告：境外业务稳定增长，境内业务优于行业

刘丽 0351--8686985 liuli2@sxzq.com

## 【投资要点】

### ➤ 事件描述:

➤ 公司发布 2023 年半年报, 2023 上半年实现营业收入 31.45 亿元, 同比-7.80%, 净额法下营业收入为 5.81 亿元, 同比增长 35.42%; 归母净利润 1.68 亿元, 同比+123.62%, 加权平均 ROE4.93%, 同比增加 2.49pct。

### ➤ 事件点评:

➤ **公司业务结构优化, 资管及风险管理占比提升。**2023 年上半年公司经纪、资管、利息净收入、风险管理(贸易净收入)、投资收益(投资净收益-联营合营+公允价值变动净收益)、其他业务分别为 2.37 亿元(+7.37%)、0.43 亿元(+78.93%)、2.67 亿元(+104.44%)、0.35 亿元(+68.39%)、0.29 亿元(+141.67%)、-0.30 亿元(-240.53%), 占营业收入(净额法)的比重分别为 40.80%/7.36%/45.97%/5.98%/4.99%/-5.10%, 其中, 经纪业务(-10.66pct)及其他业务(-10.01pct)占比下滑, 利息净收入(+15.52pct)、资管(+1.79pct)、风险管理(+1.17 pct)、投资(+2.19 pct)等业务占比提升。

➤ **境外业务稳定增长。**公司把握境外业务机遇, 依托清算体系优势, 提升境外业务综合服务能力。1) 2023 年中, 境外业务手续费收入 0.55 亿元, 同比+20.73%, 其中, 境外资管业务规模 25.22 亿港元, 同比+73.93%。2) 境外业务收入的大幅增加归因于客户权益增加及美联储持续加息导致的存款利率增加, 2023 年上半年国际经纪业务客户权益总额为 140.94 亿港元, 同比+33.24%。

➤ **境内业务表现优于行业。**1) 手续费类: 2023 年中公司境内业务手续费净收入为 2.31 亿元, 同比增加 12.33%, 同期行业手续费收入下降 17.13%。2) 利息收入: 母公司利息净收入为 1.19 亿元, 同比增加 11.53%。主要由于公司坚持财富管理业务服务机构客户, 客户权益增长高于行业水平, 2023 年中境内客户权益 205.29 亿元, 同比增长 16.45%, 行业客户年末客户权益 1.53 万亿元, 同比+12.18%。3) 风险管理业务表现亮眼。2023 年上半年公司贸易净收入 0.35 亿元, 同比增加 68.39%, 套保收益-0.52 亿元, 同比-495.40%, 场外衍生品新增名义本金 425.51 亿元, 同比增长 6.56%, 做市业务成交额 0.48 万亿元, 同比增长 27.81%。

### ➤ 投资建议:

➤ 公司为首家期货民营上市公司, 控股股东横店集团实力雄厚, 境外业务完成四大都市布局, 全球清算体系覆盖。境内境外横跨亚美欧三大洲、24 小时交易时区的服务, 在国际局势复杂多变的情况下, 海外中资机构更倾向于将业务落户至本土期货公司, 未来成长潜力巨大, 境外业务成为重要引擎。预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 64.84 亿元、73.25 亿元和 80.62 亿元, 增长-4.97%、12.98%和 10.05%; 归母净利润 3.76 亿元、4.73 亿元和 5.79 亿元, 增长 52.66%、25.95%和 22.39%; PB 分别为 2.14/1.86/1.62, 维持为“买入-B”评级。

### ➤ 风险提示:

➤ 金融市场大幅波动, 业务推进不及预期, 可转债募集失败, 公司出现较大风险事件。



【公司评论】常熟银行(601128.SH): 常熟银行中报点评-规模增长较快, 资产质量改善, H123 归母净利润+20.82%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

### 【投资要点】

- **事件:** 公司发布中报, H123 营收 49.14 亿元、同比+12.36%, PPOP 28.71 亿元、同比+8.46%, 归母净利润 14.50 亿元、同比+20.82%。加权平均 ROE 12.40%、同比+0.68pct。Q223 营收 25.04 亿元、同比+11.49%, PPOP 14.40 亿元、同比+7.38%, 归母净利润 6.56 亿元、同比+21.26%。
- **规模扩张较快, 息差保持较高水平。** H123 利息净收入 43.37 亿元、同比+14.85%。生息资产平均余额 2942 亿元、同比+15.17%, 平均收益率 5.18%、同比持平; 计息负债平均余额 2762 亿元、同比+15.25%, 平均成本率 2.32%、同比+2BP。净息差 3.00%、同比-9BP。贷款端, 零售贷款增速稍逊于对公, 期末零售贷款余额 1199 亿元、同比+11.45%, 对公贷款余额 749 亿元、同比+15.15%。成本收入比 41.03%、同比+2.27pct, 信用成本 0.48%、同比-13BP。
- **资产质量延续向好, 资本充足率较高。** H123 末不良贷款率 0.75%、较年初-6BP, 不良率处于低位; 拨备覆盖率 550.45%、同比+13.68pct, 风险抵补能力较强。公司上半年加大不良资产处置力度, 当期核销 7.01 亿元、同比+231.12%。期末核心一级/一级/资本充足率 10.06%、10.12%、13.56%。常银转债 60 亿元尚未开始转股, 当前转股溢价率 27.96%。以 Q223 末数据静态测算, 常银转债若全部转股将使核心一级/一级/资本充足率均提升 2.27pct。
- **投资建议:** 根据公司中报, 我们小幅下调了公司净息差假设, 并基于此将 2023-25 年盈利预测下调 2.23%、1.00%和 1.05%。公司当前股价对应 2023E P/B 0.76x, 处近 5 年估值低位。考虑到公司资本实力强、资产增速较快、资产质量向好及估值处于低位, 维持“买入-A”评级。
- **风险提示:** 规模扩张不及预期, 利率下行超预期, 资产质量恶化等。

【公司评论】潮宏基(002345.SZ): 潮宏基公司快报-23Q2 公司营收增速环比提升, 上半年净开门店 60 家

王冯 wangfeng@sxzq.com

### 【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2023 年半年报。** 2023 年上半年, 公司实现营收 30.06 亿元, 同比增长 38.26%, 实现归母净利润 2.09 亿元, 同比增长 38.85%, 实现扣非归母净利润 2.05 亿元, 同比增长 40.37%。

➤ 事件点评

- 今年以来金银珠宝行业持续高景气，23Q2 公司营业收入实现高速增长。营收端，2023H1，公司实现营业收入 30.06 亿元，同比增长 38.26%。分季度看，23Q1-23Q2 分别实现营收 15.24、14.82 亿元，同比增长 21.59%、60.96%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润 2.09 亿元，同比增长 38.85%。分季度看，23Q1-23Q2 分别实现归母净利润 1.24、0.84 亿元，同比增长 30.11%、54.02%。今年 2 季度，公司营业收入实现高速增长，较 2021 年同期增长 26.0%，业绩端暂未恢复至 2021 年同期水平；今年上半年，公司营业收入较 2021 年同期增长 30.9%，归母净利润较 2021 年同期增长 3.5%。
- 珠宝业务线下渠道营收增速领跑，2023H1 公司净开门店合计 60 家。分渠道看，自营渠道，2023 年上半年实现营收 17.96 亿元，同比增长 18.27%，珠宝业务期末门店数量 295 家，较年初净减少 29 家。批发渠道，2023 年上半年实现营收 0.47 亿元，同比增长 94.41%。加盟代理渠道，2023 年上半年实现营收 11.46 亿元，同比增长 83.30%，珠宝业务期末门店数量 923 家，较年初净增 89 家。各渠道盈利水平方面，自营、加盟代理、批发渠道毛利率分别为 31.80%、19.92%、9.2%，同比下滑 2.39、6.70、8.77pct。线上渠道方面，2023 年上半年实现收入 6.52 亿元，同比增长 18.07%，占公司总收入比重为 21.7%，其中珠宝业务线上实现销售收入 5.59 亿元，同比增长 19.71%，占珠宝业务收入比重为 20.0%。
- 加大特色黄金产品线研发，传统黄金首饰收入占比提升。在保持 18K 镶素品类优势基础上，持续加大特色黄金产品线研发，通过新工艺金款式及品牌印记系列打造，上半年黄金品类产品力持续提升，时尚黄金品类毛利贡献突出。分产品看，时尚珠宝首饰，2023 年上半年实现营收 15.61 亿元，同比增长 23.47%，毛利率 31.96%，同比下滑 5.44pct。传统黄金首饰，2023 年上半年实现营收 11.24 亿元，同比增长 72.46%，毛利率 9.00%，同比提升 0.76pct。代理品牌授权及加盟服务收入，2023 年实现 8756 万元，同比增长 55.42%，占营收比重为 2.91%。皮具，2023 年上半年实现营收 2.01 亿元，同比增长 11.30%。2023 年上半年，时尚珠宝首饰、传统黄金首饰、皮具营收占公司收入比重为 51.93%、37.40%、6.68%。
- 产品结构变化致使公司毛利率下滑，期间费用率全面下降。盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比下滑 5.1pct 至 26.9%，主因时尚珠宝首饰毛利率下滑，以及低毛利率的传统黄金首饰产品占比提升，其中 23Q2 毛利率同比下滑 7.2pct 至 25.7%。费用率方面，2023 年上半年，期间费用率合计下滑 4.7pct 至 17.3%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 14.1%/1.6%/1.0%/0.6%，同比-3.7/-0.5/-0.4/-0.2pct。综合影响下，2023 年上半年归母净利润率 6.9%，同比小幅提升 0.03pct，23Q2 归母净利润率下滑 0.3pct 至 5.7%。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货为 26.22 亿元，同比增长 8.68%，存货周转天数 217 天，同比减少 96 天。经营现金流方面，2023 年上半年，公司经营活动现金流净额为 3.70 亿元，同比下降 8.28%，其中 23Q1-23Q2 经营活动现金流净额分别为 1.21、2.49 亿元，同比下降 43.6%、增长 31.89%。
- 投资建议
- 2023 年 2 季度，公司珠宝业务在线下销售网络扩张及同店增长、线上渠道表现稳健趋势下，营收增速环比继续提升，受益于公司各项期间费用率全面下降，业绩端增速基本与营收增速匹配。根据公司上

半年业绩情况，上调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.46、0.56、0.67 元，8 月 24 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 13.8、11.3、9.5 倍，维持“增持-A”评级建议。

➤ 风险提示

➤ 金价大幅波动；电商渠道费用投放加大；加盟渠道拓展不及预期。

**【公司评论】航天电器(002025.SZ)：航天电器（002025.SZ）2023 年中报点评-营收稳健增长，盈利能力显著提升**

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

**【投资要点】**

➤ 事件描述

➤ 航天电器公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年公司营业收入为 36.20 亿元，同比增长 15.91%；归母净利润为 4.28 亿元，同比上升 39.45%；负债合计 38.25 亿元，同比增长 5.00%；货币资金 23.66 亿元，同比增长 37.62%；应收账款 42.76 亿元，同比增长 24.89%；存货 7.86 亿元，同比减少 32.34%。

➤ 事件点评

➤ 营业收入稳健增长。公司加强光电、通信、能源装备等领域产品推广，产品中标率、营业收入稳步增长。分产品看，1) 连接器与电缆组件营收 24.45 亿元，同比增长 19.74%，毛利率同比增长 2.75 个百分点至 35.47%，2) 电机与控制组件营收 8.55 亿元，同比增长 5.13%，毛利率同比增长 4.34 个百分点至 32.73%，3) 继电器营收 2.08 亿元，同比增长 19.14%，毛利率同比下滑 1.99 个百分点至 43.77%，4) 光通信器件营收 0.64 亿元，同比增长 8.46%，毛利率同比下滑 1.43 个百分点至 24.67%。

➤ 盈利能力显著提升。公司实施的采购降本、工艺降本措施成效显著，盈利能力显著提升，上半年公司毛利率同比提升 3.05 个百分点至 35.63%，净利率同比提升 1.92 个百分点至 13.39%。

➤ 投资建议

➤ 我们上调了公司的盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.73\2.33\3.25，对应公司 8 月 23 日收盘价 59.25 元，2023-2025 年 PE 分别为 34.3\25.5\18.2，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 下游需求增长不及预期；募投项目进展不及预期。

**【公司评论】中国中免(601888.SH)：中国中免（601888.SH）2023 年中报点评-2023Q2 毛利率环比有所改善，新会员体系有望增强盈利能力**

王冯 wangfeng@sxzq.com

## 【投资要点】

### ➤ 事件描述

➤ 公司发布 2023 年中期财报，期内实现营收 358.59 亿元（+29.68%），归母净利润 38.66 亿元（-1.83%），扣非归母净利润 38.54 亿元（-1.87%），EPS1.87 元。其中 Q2 实现营收 150.89 亿元（+38.83%），归母净利润 15.65 亿元（+13.86%），扣非归母净利润 15.59 亿元（+13.85%）。

### ➤ 事件点评

➤ 离岛免税客流年内有所回暖。2023H1 海南离岛免税店销售额 323.96 亿元（+31%），免税购物人数 373.3 万人次（+45.4%）。海口客流自今年 4 月起超越 2019 年同期水平，7 月美兰机场航班起降架次 1.39 万架（+41.7%），为 2019 年同期 105.52%；凤凰机场 7 月航班起降架次 1.13 万架（+7.63%），为 2019 年同期 115.47%。

➤ 中国中免新会员体系于 6 月 8 日正式施行，旨在增强打击代购等走私行为。主要包括之前积分政策的 30 元积 1 分变为 100 元积 1 分、会员等级最高的钻石 VIP 由累计 2 倍积分变为 1.5 倍积分、生日月双倍积分改为生日权益。新积分政策对以往通过大额奢侈品高倍数积分获利行为影响较大，对代购实行有效打击，进一步增强盈利能力。

➤ 公司毛利率持续提升，2023H1 毛利率 30.61%（-3.37pct），较 2022H2 提升 7.83pct；2023Q2 毛利率 32.72%（-1.18pct），较 2023Q1 环比提升 3.72pct、较 2022Q4 提升 12.72pct。净利率 11.42%（-4.91pct）。整体费用率 13.73%（+1.82pct），其中销售费用 42.74 亿元（+126.06%）系期内重点机场客流恢复导致租赁费用增加，以及受去年同期租金减免影响基数较低；管理费用 10.07 亿元（+16.46%）系新店开业致职工薪酬费用增加；研发费用 82.45 万元系期内研发活动支出增加；财务费用-3.57 亿元（-166.24%）系期内汇兑收益增加。经营活动现金流净额 85.73 亿元，较上年同期增加 120.1 亿元，系期内销售收款同比增加。

### ➤ 投资建议

➤ 下半年小长假、冬季反向度假有望推动入岛游客持续走高。离岛免税消费客单价目前有所承压，主要系年内离岛免税收窄折扣幅度，高客单价国际大牌精品、手表、珠宝、服饰等阶段性缺货，叠加今年香化整体消费增速回落影响客单价。随着海南省继续促进离岛免税消费，发放消费券、组织购物节等，以及主要免税集团重塑价格体系、优化核心产品上下游渠道，离岛免税消费经营质量有望提高。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.56\5.38\6.58 元，对应公司 8 月 24 日收盘价 111.95 元，2023-2025 年 PE 分别为 31.5\20.8\17 倍，维持“买入-B”评级。

### ➤ 风险提示

➤ 宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

