

证券研究报告

产品团队

单丹：产品分析师
 执业编号：S1500512060001
 联系电话：+8683326845
 邮箱：shandan@cindasc.com

市场指数表现

指数	收盘价	涨跌幅
上证综指	2737.31	-0.51%
深证成指	1084.97	-0.59%
创业板指	6289.53	-0.91%
沪深300	12394.02	-0.49%
中证500	4238.23	0.05%
科创50	3269.97	-0.06%
香港恒生	20609.14	0.17%

行情数据为2022年7月22日收盘价

7月十大金股

行业	简称	调入时间
能源	兖矿能源	20220626
有色	立中集团	20220626
食品	舍得酒业	20220626
化工	赛轮轮胎	20220626
石化	中国海油	20220626
传媒	美团	20220626
电新	杉杉股份	20220626
石化	恒逸石化	20220626
传媒	三人行	20220626
医药	以岭药业	20220626

信达证券股份有限公司
 CINDASECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

晨会速递

2022年7月25日

重要财经资讯：

- 全国新开工改造城镇老旧小区 3.89 万个
- 第五届数字中国建设峰会：2021 年我国数据产量位居世界第二
- 全国地表水环境质量持续改善
- 工信部总经济师许科敏：鼓励中国产品和解决方案对外服务
- 2022 年上半年中国工业承压反转，恢复增长态势
- 证监会上市公司监管部副主任郭俊：近年来并购重组市场稳中向好
- 海南省财政追加 1 亿元 消博会期间继续发放消费券
- 聚焦数字经济机遇与挑战 世界青年发展论坛数字经济主题论坛 7 月 23 日在京举办
- 数字人民币产业联盟成立
- 中科院：空间站未来将开展四大领域近千项研究项目

报告速览：

- 【石化】行业深度报告：全球炼厂供需形势与展望(缺炼厂吗?)(陈淑娴)
- 【轻工】行业深度报告：万亿门窗大市场，细分龙头初长成(李宏鹏)
- 【食品饮料】水井坊(600779)公司深度报告：聚焦核心市场，重塑高端形象(马铮)
- 【食品饮料】华润啤酒(0291.HK)公司深度报告：龙头决战高端，聚势而强(马铮)
- 【纺服】兴业科技(002674)公司深度报告：皮革产业深耕细作，新能源车助力腾飞(汲肖飞)
- 【电新】东方电缆(603606)公司深度报告：海上风电大势起，海缆龙头动能十足(武浩)
- 【策略】资金跟踪专题报告：私募基金仓位大幅回升(樊继拓)
- 【食品饮料】行业专题报告：白酒加仓明显，成长标的受机构青睐——食品饮料行业 2022H1 基金重仓分析(马铮)
- 【房地产】行业专题报告：销售资金季节性改善，开工投资持续承压——2022 年 1-6 月统计局房地产数据点评(江宇辉)

- **【金工】基金专题报告：南方中证 1000ETF：中证 1000 衍生品挂牌交易，产品配置优势凸显(于明明)**
- **【金工】金工点评报告：IC 贴水幅度扩大，IF 与 IH 贴水收敛，IM 上市首日贴水较深(于明明)**
- **【传媒互联网及海外】行业评报告：《推进对外文化贸易高质量发展的意见》落地，文化产业迎重大政策利好(冯翠婷)**
- **【医药】寿仙谷(603896)公司点评报告：二季度收入微增，费用支出较少推动利润端高增(周平)**
- **【食品饮料】贵州茅台(600519)公司点评报告：五合营销下，跑起来的速度(马铮)**
- **【纺服】珀莱雅(603605)公司点评报告：618 驱动收入高增，防晒产品影响利润率(汲肖飞)**
- **【轻工】裕同科技(002831)公司点评报告：收购消费电子优质标的，产业协同有望提升竞争力(李宏鹏)**
- **【家电】星帅尔(002860)公司点评报告：发行可转债扩充产能，深化光伏新能源领域布局(罗岸阳)**
- **【通信】中控技术(688777)公司点评报告：业绩超预期，流程智能制造龙头迎加速成长机遇(蒋颖)**
- **【传媒互联网及海外】三人行(605168)公司点评报告：22H1 快报符合预期，数字交易平台落地可期(冯翠婷)**

重要财经资讯

全国新开工改造城镇老旧小区 3.89 万个

今年的《政府工作报告》提出，再开工改造一批城镇老旧小区。经汇总各地统计上报数据，今年全国计划新开工改造城镇老旧小区 5.1 万个、840 万户。记者从住房和城乡建设部获悉：上半年，全国新开工改造城镇老旧小区 3.89 万个、657 万户，按小区数计占年度目标任务的 76%。

第五届数字中国建设峰会：2021 年我国数据产量位居世界第二

7 月 23 日，第五届数字中国建设峰会在福建省福州市举行，在开幕式上，国家网信办发布了《数字中国发展报告(2021 年)》，并启动了 2022 年全民数字素养与技能提升月。《数字中国发展报告(2021 年)》指出，2017 年到 2021 年，我国数据产量从 2.3ZB 增长至 6.6ZB，而 1ZB 数据，就相当于 500 万亿张自拍照、2.5 万亿首 MP3 歌曲。这一数据产量在 2021 年全球占比 9.9%，位居世界第二。

全国地表水环境质量持续改善

今年上半年，全国地表水环境质量持续改善。在 3641 个国家地表水考核断面中，水质优良断面比例为 85.7%，同比上升 4.0 个百分点；劣 V 类断面比例为 1.1%，同比下降 0.8 个百分点。中国环境监测总站水生态环境监测室副主任李文攀：从监测数据来看，今年 1—6 月全国水质呈现了同比的双改善，水环境理化指标的水平已经接近甚至达到了中等发达国家的水平。

工信部总经济师许科敏：鼓励中国产品和解决方案对外服务

7 月 23 日，工业和信息化部总经济师许科敏在 2022 世界青年发展论坛——数字经济主题论坛上表示，数字经济是世界经济的未来，正在成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量。促进数字经济和实体经济融合发展，加快新旧发展动能接续转换，打造新产业、新业态是各国面临的共同任务。

2022 年上半年中国工业承压反转，恢复增长态势

国家统计局数据显示，2022 年 1—6 月份，中国规模以上工业增加值同比增长 3.4%，在 4 月份下滑至 -2.9% 后，5 月份转为正增长 0.7%，6 月份加快回升至 3.9%，走出了 V 字形的态势。其中，出口、投资都起到拉动作用。2022 年上半年中国工业承压反转，恢复增长态势。

证监会上市公司监管部副主任郭俊：近年来并购重组市场稳中向好

7 月 23 日至 24 日，“2022 中国上市公司论坛”在上海举行。相关专家学者围绕“固链稳链强链，资本市场发挥独特作用”主题，就国内当前的经济热点、资本市场发展趋势展开了深入探讨。论坛上，证监会上市公司监管部副主任郭俊介绍，近年来并购重组市场整体稳中向好。

海南省财政追加 1 亿元 消博会期间继续发放消费券

从海南省商务厅获悉，海南省政府决定适时追加 1 亿元资金，于消博会期间启动“助商惠民乐享海南”第二轮消费券发放活动。本轮消费券发放将同时考虑省级和重点市县，优先支持重点行业。考虑安排 60% 左右的资金，发放占比较大的离岛免税消费券；安排 30% 左右资金发放餐饮、零售等领域消费券，满足百姓日常消费需求；安排 10% 左右的资金发放家电消费券，助力家电消费复苏。

聚焦数字经济机遇与挑战 世界青年发展论坛数字经济主题论坛 7 月 23 日在京举办

世界青年发展论坛—数字经济主题论坛 7 月 23 日在北京举办。来自世界各地的政府官员、学者、企业家、国际组织负责人、青年领袖和青年代表近 400 人，通过线上线下方式参会，围绕如何促进全球层面的青年参与、共同迎接数字经济的机遇和挑战等话题展开讨论。

数字人民币产业联盟成立

截至目前，联盟包括了 37 家成员单位，其中包括了多家大型国有银行。据了解，该联盟是一个联合有志于促进数字人民币产业发展的行业组织、企事业单位、科研机构等，按照“平等自愿、统一规划、合理分工、权利义务对等、开放共享”的原则组成的互利型非独立社团组织，旨在对接数字中国战略，推动数字人民币新基建创新发展，促进数字人民币产业发展、联合技术攻关、技术与知识资源共享。

中科院：空间站未来将开展四大领域近千项研究项目

问天实验舱 24 日成功发射。中科院空间应用中心研究员、应用发展中心主任张伟近日在接受媒体采访时表示，中国空间站将开展空间生命科学与人体研究、微重力物理科学、空间天文与地球科学、空间新技术及应用等 4 大领域的 65 个研究计划，包括近千项研究项目。

报告速览

【石化】行业深度报告：全球炼厂供需形势与展望(缺炼厂吗?)(陈淑娴)

全球炼能增势转头向下，供给紧缺形势难改。其一，在库存和开工率方面，全球成品油库存已到达历史低位水平，未来通过去库增加油品供给的能力有限。海外炼厂开工率已基本反弹至高位水平，闲置炼油产能有限。在成品油库存历史低位、海外开工率反弹至高位运行、闲置炼油产能有限的情况下，现有炼能存量有限。其二，在全球炼能趋势方面，自 20 世纪 80 年代以来，全球新增炼能主要来源于亚太地区，2020-2021 年，欧美地区炼能持续退出、亚非拉美地区炼能持续扩大、全球炼能增势减弱的特征持续强化。其三，净出口国需通过海运、管道等贸易方式满足其他地区的炼油缺口，一旦出现地缘政治危机、运输不畅等重大影响因素，全球成品油市场可能会面临短缺问题。2022 年 2 月俄乌冲突爆发引起重大地缘政治危机，经我们测算，俄罗斯成品油供给缺口短期难以弥补。根据 IEA 统计数据，我们预计到 2022 年底，俄罗斯有效炼能将减少 1.17 亿吨/年，到 2023 年，俄罗斯有效炼能将再减少 7000 万吨/年，合计较冲突前下降 1.87 亿吨/年。2022 年，海外新增炼能叠加欧美可恢复的极限闲置产能合计 1.2 亿吨/年，考虑到新增炼能投产需要时间，且欧盟对俄制裁将限制该地炼油厂的上游原料供给，导致炼油厂开工率难以回升至高位，欧美闲置产能得到极限释放的可能性有限，我们认为很难抵消 2022 年俄罗斯成品油出口受限引致的炼能下降幅度。

美国：政策倒逼转型，炼厂扩产激励不足。2020 年疫情冲击开启了美国炼厂的关停潮，美国炼油产能已下降至 2014 年以来的最低水平。目前美国炼厂开工率已恢复至 90%以上，剩余可恢复的闲置产能十分有限。与此同时，在美国联邦的可再生柴油税收抵免政策激励以及《可再生燃料标准》(RFS) 政策约束下，美国炼油商也正加快向可再生燃料业务转型，对传统炼油项目的投资计划有限。另外，虽然当前炼油利润率大幅提升，拜登政府低碳政策有所松动，但根据美国石油协会 (API) 反馈，炼油业的长周期属性使得美国炼油商难拾信心扩产，同时，低碳燃料已成为北美炼油业未来发展共识。

欧洲：炼能减势难改，供应商转型决心已定。装置落后+疫情冲击+严厉的碳减排政策是抑制欧洲产能的重要因素：其一，欧洲多数炼油厂建设较早，装置未进行改造升级，炼油竞争力有限，2020-2021 年疫情冲击使得欧洲炼油毛利低甚至为负值，也是加速欧洲炼厂产能退出的重要原因。其二，在欧洲日益严格的应对气候变化政策指引下，高昂的碳排放成本给欧洲油气公司施加了巨大转型压力。至今欧洲多家石油公司等先后宣布了净零排放战略目标，减少传统化石能源投资，这意味着欧洲未来炼油产能增长有限。

亚非拉美：全球炼能的主要增长来源。十四五期间，我们预计中国将累计新增炼能超 1 亿吨/年，但由于中国新建炼厂成品油收率低以及成品油出口配额政策严格，中国新增炼能对全球炼能供需格局影响有限。日本政府对炼油前景持悲观态度，敦促日本炼厂产能持续进行收缩调整。东南亚、印度、中东、非洲等新兴国家或地区炼厂建设步伐加快。根据我们的统计分析，我们预计亚非拉美地区（除中国外）2022-2025 年每年净新增产能分

别为 2700、8154、498 和 7849 万吨/年，合计 1.92 亿吨/年，另外还有 1.96 亿吨/年在规划中或投产时间不确定。

海外炼能供需缺口或将长期存在，海外成品油价差有望保持高位运行。中长期来看，根据我们对海外炼能供需测算，我们认为未来欧美地区炼厂转型加速，亚非拉美地区有新增炼厂产能陆续投放，全球炼能将有所增加，但能源结构转型仍在进行中，海外原油需求仍将继续增长，即使不考虑欧美对俄罗斯的制裁，海外炼油供需本身仍将存在缺口。而且，不管是欧美对俄罗斯维持现有制裁执行力度还是后续加大制裁执行力度，俄罗斯成品油出口下降倒逼其有效炼能下降，海外炼油供需缺口将进一步扩大，这也将有望支撑海外成品油价差长周期高位运行。

产能周期引发能源大通胀，看好原油和炼厂的历史性配置机会。**成本端：**资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑全球原油长期资本开支不足，全球原油供给弹性将下降，而在新旧能源转型中，原油需求仍在增长，全球将持续多年面临原油紧缺问题，原油产能周期推动油价长期维持高位。**需求端：**原油需经过炼油厂的加工才能展现它的利用价值，未来原油需求增量也意味着炼油加工需求增量。根据三大机构 2022 年 7 月报和我们使用“原油需求/GDP 弹性系数”做出的预测，2022-2025 年海外和全球需求增速放缓，但仍保持增长态势。2022 年欧美是全球原油需求增长的主力，2023 年中国需求迎来一波反弹，以中印为代表的亚洲则引领全球原油需求增长。**供给端：**全球炼油投产产能出现周期性下降。新冠疫情加速欧美炼厂淘汰，在政府政策倒逼和新旧能源转型过程中，欧美炼油商未来增长引擎放在可再生燃料领域，虽然当前炼油利润率大幅提升，但炼油厂的投资回报周期较长，期间较大不确定性促使美国炼油商难拾信心扩产。而东南亚、中东、印度等海外地区新增炼能有限，较难满足未来全球炼油需求增量。我们认为，油田上游资本开支长期不足支撑原油价格高位运行，海外炼油供需缺口推动成品油价差高景气，原油和炼厂产能周期推动炼油成本端+利润端共同提升，成品油价格高位或将会持续相当长的一段时期，直接引发大通胀。

全球炼油供需格局对外部因素的敏感性较强，需注意的重要风险变量有四点：1) 市场担忧美联储及多国央行加息可能会引发经济衰退，根据我们测算，在全球 GDP 增速为-1%的情况下，海外及全球或都将面临供给过剩问题。2) 俄罗斯制裁措施变化，我们认为，俄罗斯在 2022-2023 年可能出现的成品油出口下降至关重要，若取消对俄制裁，海外炼油供需缺口或将消失，全球面临供给过剩风险。3) 中国成品油出口配额政策，中国炼油供需存在过剩，如果中国放开炼油生产并放松成品油出口限制，中国当前可利用的闲置炼能和未来新增的炼能将对海外市场形成补充，在不考虑欧美对俄罗斯制裁或维持现有对俄罗斯制裁力度情况下，全球炼能存在过剩。只有当欧美加大对俄罗斯的制裁执行力度的情况下，全球炼油供需才能达到平衡。因此，中国在炼油生产和成品油出口配额方面的政策至关重要。4) 炼油项目投产进度：新建炼油项目投产进度或将显著影响海外及全球供需格局。一方面，我们整理的全球在建炼厂项目中，有部分尚未明确投产时间，我们在测算全球炼油供需时也未考虑在内，这些项目一旦投产或将加剧全球炼油过剩风险。另一方面，亚非拉美地区国家或可能面临供应链短缺和资金紧张问题，导致部分项目推迟投产，也将导致海外炼油缺口扩大。

投资建议：炼厂产能周期性下行导致较为长期的海外炼油供需缺口，我们认为 2022-2025 年海外成品油将迎来盈利向上景气长周期，推荐配置直接受益于海外成品油价差扩大的恒逸石化和具有成品油出口配额的荣盛石化。国内方面，考虑成品油过剩现象未来日益严峻，向下游化工材料延伸、走小油头大化工路径的炼厂具有更强的竞争力和抗风险能力，推荐配置恒力石化和东方盛虹。(1) 恒逸石化：恒逸文莱凭借区位优势、税收优势、成品油收率较高的产品结构优势以及单位投资成本低等优势，在高景气周期下具备更大的业绩增长弹性。我们认为在海外特别是东南亚地区将进入长期炼化景气周期，恒逸文莱一期 800 万吨/年炼化项目将持续受益，公司业绩有望持续扩大，此外恒逸石化文莱二期 1400 万吨/年炼化项目已获文莱政府初步审批函，目前资金出境尚需中国国家相关部门批准，根据项目规划，目前正开展围堤吹填施工等工作。若恒逸文莱二期获批，公司成长空间将进一步打开。我们维持对恒逸石化的“买入”评级。(2) 荣盛石化：浙石化则是首家（也是目前唯一一家）获得出口资质及配额的民营炼化企业，2020 年浙江石化获得我国成品油出口配额 100 万吨，2021 年第一批和第二批合计获得 252 万吨出口配额，2022 年前三批次合计获得 218 万吨出口配额。作为国内唯一一家拥

有成品油出口资质的民营企业，将受益于海外成品油价差高位，并且荣盛加大布局大化工新材料领域实现成长突破。我们维持对荣盛石化的“买入”评级。(3) 恒力石化：恒力以大炼化项目所产化工品为依托，积极布局下游高附加值化工新材料产业链，快速扩张高端差异化的消费新材料产能，不断满足市场增量需求，实现产业链的多元覆盖。我们看好公司大炼化项目化工品收率高，并依托于大炼化化工平台发展化工新材料业务，平滑周期波动性，持续贡献收益，我们维持对恒力石化的“买入”评级。(4) 东方盛虹：公司向下游继续配套深加工，打造“炼化+精细化工”龙头，并通过收购斯尔邦扩大精细化工板块份额。我们看好公司具备高化工品收率的大炼化项目在完全投产后的业绩贡献能力，以及新材料板块 EVA 高景气对公司盈利能力的带动，我们维持对东方盛虹的“买入”评级。

风险因素：疫情反复风险；地缘政治风险；油品终端需求下滑风险；中国成品油出口政策；西方对俄罗斯的经济制裁；海外炼厂建设进度加快；全球低碳减排进程减缓风险；经济衰退风险；自然灾害风险、年久失修爆炸等因素导致炼厂无法正常运营。

【轻工】行业深度报告：万亿门窗大市场，细分龙头初长成(李宏鹏)

门窗行业空间广阔，旧房市场需求提升。据优居研究院报告显示，我国门窗行业规模自 2012 年以来保持约 10% 复合增长水平，至 2021 年整体规模已近万亿元。按材质分，以铝合金门窗为代表的金属门窗是目前门窗第一大品类，占比约 6 成；按用途分，分为建筑工程市场和家装市场，近年家装市场占比提升。从出厂口径来看，根据我们对家装行业年需求量以及均单值测算，估计 2021 年家装门窗出厂市场规模约 1397 亿元，新房和旧房（二手房+存量翻新）市场占比分别约 7:3，预计未来随着更新需求持续释放，旧房市场占比有望提升至近 60%。

市场格局分散，专业门窗品牌初长成，泛家居品牌相继试水，发展潜力值得期待。优居研究院报告显示，我国门窗行业 CR10、CR11-30 仅均约 5%，90% 的市场份额被中小品牌占据；据我们测算，头部企业皇派家居、森鹰窗业 2021 年市场份额仅均约 0.6%，行业整体集中度明显偏低。在此背景下，近年泛家居品牌相继拓展门窗品类，好莱客于 2018 年底携手雷拓门窗进军门窗领域，欧派家居于 2019 年发展欧铂尼装甲门、金属门窗产业，索菲亚近期正式发布索菲亚门窗品类，进一步完善产品链条，打造新品类成长曲线。

旧房市场拓宽 C 端入口，头部企业加快布局有望加速行业集中。我们认为，门窗虽然空间广阔但行业集中趋势较慢的原因在于：1) 产品端的进入门槛不高，各区域市场的型材加工厂、中小品牌、加工作坊等参与者数量众多；2) 渠道端工程、零售渠道并存，由于门窗属于建筑一部分，因此在新房周期下零售渠道客流有限，改善型需求较为分散；3) 品牌端消费者对门窗产品的品牌认知度较为有限。展望未来，我们认为：首先，旧房市场需求的提升趋势将为零售门店和装企渠道进一步拓宽入口，头部企业零售店数量仅约 1000 余家，装企渠道占比较低，未来渠道仍有较大拓展空间；其次，随着专业门窗品牌上市计划扩张，以及泛家居龙头相继入局，有望共同加大消费者教育力度，加快行业品牌化进程；再次，随着国家对建筑节能减排标准进一步明确，以及消费者对门窗品质、安全性等要求提升，将有助于促进系统门窗产品应用，带动市场份额向头部集中。

皇派家居：系统门窗 C 端领军企业，丰富产品矩阵、深耕零售渠道。皇派家居创立于 2007 年，采用“皇派”、“欧哲”双品牌战略，通过全国布局经销渠道定位中高端市场。2019-2021 年公司营业收入从 7.87 亿元增长至 10.25 亿元，归母净利润从 0.46 亿元增长至 1.31 亿元，CAGR 分别达 14%、68%。产品端：公司专注高品质定制化系统门窗赛道，其中窗类产品占比近七成，产品以安全性、节能、隔音效果更佳的系统门窗为主。渠道端：公司聚焦个人家装的零售类消费市场，经营模式以经销为主，已积累多年消费者需求洞察与经销合作、管理经验，截至 2021 年年底，公司拥有经销商数量合计 831 家，门店 910 家，单店年提货额约 109 万元，公司在稳固省会、地级城市市场的同时，营销网络已陆续延展至区、县等下沉市场。

森鹰窗业：节能铝包木窗行业龙头，零售、大宗渠道均衡发展。森鹰门窗创立至今逾 20 年，是专注于定制化节能铝包木窗研发、设计、生产及销售一体化高新技术企业。2017-2019 年连续 3 年在国内节能铝包木窗行业销售排名第一，2018-2021 年公司营收从 6.11 亿元增长至约 9.57 亿元，归母净利润从 0.60 亿元增长至 1.28 亿元，CAGR 分别达 16%、29%。产品端：深耕节能铝包木窗，已形成 S86/P120 为主打、幕墙/阳光房为补充、其他窗型

持续多元的产品矩阵，其中包括新产品系列的其他节能铝包木门窗营业收入占比从 2018 年的 12.5% 提升至 2021 年的 40.2%。渠道端：经销商/大宗均衡发展，2021 年公司经销商、大宗渠道收入占比分别为 44%/56%，其中经销收入 2021 年同比增长 45%，在全国已形成 205 个经销商网络，单店年提货额约 200 万元。大宗业务模式主要对接房地产企业和装修公司合作为主，2021 年大宗收入同比基本稳定。

风险因素：原材料价格波动风险，房地产开发投资政策变化风险，市场竞争加剧风险。

【食品饮料】水井坊(600779)公司深度报告：聚焦核心市场，重塑高端形象(马铮)

投资建议：悠久历史造就中国白酒第一坊，水井坊具备高端化基础。水井坊近几年增长势头较好，但市场认为水井坊规模较小，且品牌力相比其他老牌名酒略显不足，同时受到酱酒的冲击，未来持续高增长具有不确定性。我们认为，自 2000 年推出即定位高端白酒，以 600 年酿造历史为支撑，水井坊具备高端化基础。随着 2021 年高端销售公司的成立，水井坊有望提升典藏及以上产品的运作能力，高端化成果值得期待。我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.94/3.66/4.46 元，对应 2022 年 7 月 22 日收盘价（76.55 元/股）市盈率 26/21/17 倍，首次给予“买入”评级。

享受次高端扩容红利，公司产品结构有望持续优化。近几年居民收入不断增加，消费升级趋势自下而上推动次高端扩容。此外，高端酒价格上涨给予次高端价位成熟时间及提价空间，同时酱酒热催生次高端上沿价位的扩容，给予次高端价位带内的结构升级空间。水井坊核心产品为臻酿八号、井台和典藏，其中臻酿八号和井台占公司主要营收，分别布局 300-400 元、400-600 元次高端价格带，有望享受消费升级红利，向井台倾斜发力。随着公司高端化战略不断推进，井台、典藏及以上产品或将成为公司未来的发展重心，高端化将成为公司未来发展的重要推力。

聚焦“核心市场+核心门店”，精耕细作成效显著。2020 年公司将“5+5+5”的市场布局精简为“5+3”八大核心市场，集中资源进行重点市场突破。新老省代模式相结合因地制宜，充分发挥各地区的区域优势，适合水井坊当前的发展阶段。2020 年核心门店升级到 5.0 版本，增加了“明星店”进行差异化营销，充分利用各地的优势资源。水井坊对渠道不断扁平化精细化，数字化营销在行业处领先地位，有利于发挥自身的竞争优势。

展望未来，高端销售公司和邛崃项目在高端化和基酒量上为水井坊提供持续增长动力。2021 年 7 月，水井坊成立高端销售公司，对典藏及以上产品进行独立运作，通过省代入股方式，将经销商利益与公司利益捆绑，提高了经销商运作高端产品的积极性。同时典藏独立运作缓解了外资控股下机制过于僵化和流程化等局限，使销售政策可以更贴近市场，灵活性大大提升。此外，邛崃项目一期工程已于 2020 年开工，2023 年建成投产后可增加 2 万千升/年的基酒生产能力和 6 万千升的储存能力，保障了水井坊后续高速增长的空间。同时，公司已与邛崃政府达成追加投资意向，产能有进一步提升空间。

股价催化剂：次高端持续扩容。

风险因素：疫情反复；行业竞争加剧。

【食品饮料】华润啤酒(0291.HK)公司深度报告：龙头决战高端，聚势而强(马铮)

投资建议：华润啤酒决战高端，聚势而强。市场对润啤高端化转型的能力有一定的分歧，担忧品牌力不够、渠道模式不适配、与喜力的协同效应。针对市场的三大分歧点，我们认为随着润啤 2022 年进入第二个三年“决战高端、质量发展”的最后一年，产品重塑+品牌重塑+渠道重塑将继续提升其高端酒运作能力，确保产品结构升级顺利进行。我们预计 2022-2024 年营收 CAGR 为 7.7%，归母净利润 CAGR 为 22.5%，EPS 分别为 1.26、1.55、1.89 元，对应 2022 年 7 月 19 日收盘价（54.27 元/股、63.85 港币/股）市盈率 35、28、23 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

战略高度看，润啤 2022 年进入“决战高端、质量发展”的关键一年。在 2020-2022 年“决战高端、质量发展”的三年规划下，2022 年润啤将继续渗透高端市场、重塑雪花品牌形象、补齐竞争短板、提升运营效率。从人的

角度看，润啤背靠实力雄厚的华润集团，管理层具有长期稳定的特点，且从 2017 年-至今关厂、2018 年联姻喜力等重大举措中可以看出管理层战略眼光、改革决心、执行力皆突出，我们看好公司战略落地实施的成效。

8-12 元价格带快速扩容，润啤对产品、品牌、渠道的重塑有望在中高端酒市场攫取更多的市场份额，毛销差提升贡献业绩。1) 产品重塑：作为品牌的载体，“四大天王+四大金刚”产品组合主打中高端价格带，品牌调性鲜明，能够满足消费者多样化、差异化、个性化的消费需求。2) 品牌重塑：由于啤酒是舶来品，国际品牌具有明显的溢价，在当下啤酒高端化浪潮中更受消费者青睐。2018 年润啤与世界第二大啤酒厂商、欧洲第一大啤酒厂商喜力联姻，国产+国际品牌群提升润啤的品牌影响力和美誉度。3) 渠道重塑：润啤通过提效、赋能、营销数字化三大举措培育大商、赋能小商，建立高端大客户平台，在红区市场扩大高端酒市场容量、凭借已有渠道优势获得份额，而白区市场规划两省五市八大高低抢占制高点。

复盘股价，估值安全边际显现。从业绩端看，随着疫情好转、啤酒进入消费旺季，公司次高端及以上产品铺市有望顺利进行，贡献未来业绩增长。从估值视角看，2022 年开年后国内新冠疫情反复，润啤 PE (TTM) 回调至近三年历史低点 31 倍，估值安全边际显现。考虑到其啤酒行业龙头地位+高端化逻辑清晰，润啤是疫情影响减弱后底部布局的优秀标的。

股价催化剂：堂食恢复后啤酒旺季消费情况、次高端销量增速超出预期、区域市场提价

风险因素：旺季新冠疫情反复或多雨天气影响短期销量、油价等成本端波动、费用投放节奏加快、大客户招商不顺。

【纺织】兴业科技(002674)公司深度报告：皮革产业深耕细作，新能源车助力腾飞(汲肖飞)

天然皮革龙头企业，盈利能力持续提升。公司主要从事天然牛头层皮革的研发、生产和销售，产品包括鞋面、包袋、家具用皮革和特殊功能皮革，具备年产近 1.5 亿平方英尺头层牛皮产能。公司拥有完善的生产体系和齐全的产品品类，能够向客户提供立体化服务和定制化解决方案，现已与国内外知名品牌建立合作。2022 年公司通过收购并增资，持有宏兴皮革 56%股权，正式切入汽车内饰用材料新领域。21 年公司实现营收、归母净利润 17.26 亿元、1.81 亿元，同增 18.21%、56.93%；22Q1 公司实现营收、归母净利润 2.59 亿元、0.04 亿元，同增-5.83%、-80.55%，主要系 21Q1 在 20 年疫情影响下，下游处于补库存阶段，因此营收高基数。

皮革市场逐步回暖，新能源车型高端化利好真皮内饰。1) 从皮革市场规模看，疫情过后下游需求有所改善，皮革市场逐步回暖，2021 年我国皮革企业收入额同增 9.16%至 11057.2 亿元。从鞋面革市场格局看，近年来一方面原料皮价格持续上涨对鞋面革企业带来较大成本压力，另一方面在运动鞋、休闲鞋逐步替代影响下，国内皮鞋消费景气度相对低迷，因此部分中小企业退出市场，头部皮革企业凭借在研发、规模、成本控制等方面优势，进一步扩大市场份额。2) 汽车内饰皮革方面，随着汽车消费量、配套产业链逐步向亚太地区转移，近年来中国汽车革产量稳步增长。从格局看，国内汽车皮革企业凭借在产品、服务和客户资源方面优势，在汽车皮革市场崭露头角。未来一方面随着本土供应链技术水平、创新能力不断提升，汽车品牌开始与更多本土供应商合作，实现国产化替代；另一方面新能源汽车渗透率快速提升，在本土新能源汽车高端化趋势下，真皮汽车内饰占比有望持续提升。

品质稳定生产高效，全球布局规模优势强。公司多年来聚焦主业、精耕细作，全方面巩固皮革行业龙头地位。1) 研发工艺方面，公司依托双研发体系持续开发新技术、新工艺，为下游客户提供全面的研发与技术支持。公司成功攻关具有高技术壁垒的电子包覆皮工艺，进一步拓展品类矩阵，带来新的业绩增长点。2) 生产管理方面，智能化生产设备和扁平化管理模式为高质高效生产赋能。公司多次参与智能设备开发，确保高效生产与稳定品质；分事业部管理机制推动公司实现扁平化管理，推动交货周期由 28 天缩短至 7 天，适应服装鞋履龙头品牌商小单快反的业务模式。3) 产能布局方面，公司积极拓展国际业务，引入服务国际品牌经验丰富的技术和销售团队，并在东南亚布局产能，近距离服务客户，持续加强海外客户拓展，21 年出口销售额同增 106.61%至 2.23 亿元。未来公司有望凭借优质产品品质、稳定质量控制、生产快速反应等领先优势，抓住国内外新兴市场

消费机遇，进一步强化规模优势。

切入汽车皮革、蛋白原料业务，打造新增长曲线。2022年6月公司通过收购增资宏兴皮革，共持有其56%股权。宏兴皮革主营汽车内饰用材料生产、裁切和销售，下游客户为蔚来、理想等国内头部新能源汽车企业，21年实现营收1.2亿元，同增近100%。一方面宏兴皮革覆盖由原皮加工到裁切的全产业链布局，能够较好的把控产品品质、控制成本；另一方面汽车产业链有较高的资质壁垒和3-5年供应商审核周期，宏兴皮革凭借优质的产品品质、服务以及在新能源汽车内饰领域先发优势，现已成为众多知名新能源汽车品牌的供应商。通过收购宏兴皮革，公司快速切入蓬勃增长的新能源汽车内饰皮革行业。此外公司通过投资新设的方式，持有宝泰皮革51%的股权，引入胶原蛋白业务，充分挖掘皮革副产物经济价值，切入稀缺的化妆品、医用敷料、保健品生物蛋白原料领域，打造新的业绩增长点。

盈利预测与投资评级：我们看好公司传统主业稳健增长，收购宏兴皮革、新设宝泰皮革切入汽车内饰皮革、胶原蛋白等新兴领域，收购完成后持续扩张产能、客户资源逐步拓展，推动业绩增长，我们预计2022-2024年公司收入为20.38/27.82/32.18亿元，同增18.04%/36.51%/15.70%，归母净利为1.90/2.51/2.80亿元，同增4.96%/31.68%/11.93%，看好未来业绩成长性。目前估值处于近两年较低水平。我们认为公司竞争优势明显，短期业绩快速增长、长期发展空间较大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：原材料价格波动风险、新冠疫情风险、汇率波动风险。

【电新】东方电缆(603606)公司深度报告：海上风电大势起，海缆龙头动能十足(武浩)

深耕电缆行业，海陆双主业齐头并进。公司坐落于浙江省宁波市，成立于1998年并于2014年上市，目前公司已形成陆缆系统、海缆系统和海洋工程三大产业板块。2017~2021年公司营业收入从20.62亿元增长至79.32亿元，年均复合增速40.05%；归母净利润从0.50亿元增长至11.89亿元，年均复合增速120.83%。从毛利占比来看，2021年海缆系统板块毛利已占总毛利的71.48%，成为公司利润的主要来源。

碳中和趋势明确，海上风电平价时代来临，成长空间广阔。从海上风电发展来看，2021年为海风国家补贴的最后一年，受此影响迎来抢装行情，全年新增装机16.90GW，同比增长452.29%，2022年全面迎来平价时代。虽海风目前造价较高，但依靠机组大型化降低原材料耗用及安装运维成本、远海化提高发电效率、规模化共享送出工程、就近消纳降低运输成本、地方海风补贴来提高海风运行的经济性，真正的“平价”可期。长期来看，沿海各省“十四五”新增海上风电规划达44.30GW，年均8.86GW，相较“十三五”期间年均装机1.69GW大幅提升。

海缆行业成长性强，超高压/柔直送出方案逐步渗透。我们对“十四五”期间海风装机、造价以及海缆成本占比做出假设，计算得到2022~2025年海缆市场规模从90.56增长至349.74亿元，年均复合增速达56.89%。在大型化、远海化、规模化的趋势下，出于经济性考虑，海风送出工程方案将逐步由35kV交流（阵列海缆，下同）+220kV交流（送出海缆，下同）组合转向66kV交流+330kV交流、66kV交流+500kV交流组合，大规模、长输送距离的项目甚至会采用高压柔性直流送出方案。海缆行业具备较高的壁垒，包括资质认证壁垒、生产技术壁垒、设备码头及资金壁垒。建设VCV立塔交联生产线、码头开发建设、获取敷设船对于企业从事高压海缆的生产及销售是必须项；东方电缆新产能基地耗资15.05亿元，投资回收期长达7.47年。以东方电缆、中天科技、亨通光电为首的海缆企业占据90%的市场份额，且具备超高压交流、柔性直流海缆的科研以及工程交付经验，二梯队（宝胜股份、汉缆股份）、三梯队（万达海缆、太阳电缆、起帆电缆）份额较小，主要参与35~220kV市场竞争。伴随着“十四五”海风的快速成长，三类企业均进入新一轮扩产期，集中于广东、山东、江苏、浙江等省份。

公司海缆技术水平行业领先，产能放量在即。1)公司多年来一直在科技创新、质量管理、核心技术突破等方面处于行业领先地位，核心竞争力突出。公司在海底电缆和海洋脐带缆产品制造领域独创了17项核心技术，参加21项国家级重大科研项目，并获得多项专利，国内海洋缆专利数第一，技术创新走在行业最前沿，另外，公司在软接头、柔性直流、脐带缆等方面均处在行业领先地位。2)随着新建产能陆续投产，2023年阳江基地建设

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

成之后，公司海缆系统产能将达到 75 亿元。码头及敷设船方面，公司目前拥有 2 个专用海工码头；公司拥有 2 艘专业敷设安装船：东方海工 01、东方海工 02，参股上海福缆海洋工程有限公司 42% 的股份，运营“爱缆一号”、“爱缆七号”、“建基 3001”海缆施工船。3) 出口方面，公司不断加大国外市场的开拓力度，不断开拓澳洲、中东、南美等海外市场。2022 年 3 月，公司与欧洲领先的海洋工程承包商 Boskalis 作为联合体获得欧洲输电电网运营商 TenneT 的 Hollandse Kust West Beta (HKWB) 项目，中标额达 7500 万欧元，折合人民币 5.3 亿元。

盈利预测及估值：预计公司 2022-2024 年实现营收 91.32、115.45 和 143.96 亿元，同比增长 15.1%、26.4% 和 24.7%；归母净利润 13.01、18.02 和 23.17 亿元，同比增长 9.4%、38.5% 和 28.6%。对应 2022 年 7 月 21 日股价 PE 分别为 45.74、32.31 和 25.12 倍。我们选取 SW 电网设备行业中的金智科技、安科瑞和中天科技作为对标公司，上述公司 2022、2023 年 PE 均值为 47.61、32.95，公司估值低于行业平均。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素：海风装机不及预期；原材料价格波动风险；运营管理风险；新产能扩建不及预期等。

【策略】资金跟踪专题报告：私募基金仓位大幅回升(樊继拓)

截至今年 7 月 15 日，年初以来 A 股资金净流入金额继续回升，但仍弱于往年。1) 据我们的不完全统计，年初以来 A 股资金净流入 4801 亿元，占自由流通市值的比例为 1.2%，低于过去三年同期。2) 分项目来看，虽然公司分红数据季节性转好、保险资金大幅净流入，但仍难抵部分趋势交易者所带来的资金净流出。年初以来杠杆资金大幅离场，上证所累计新增开户数仅处于 2015 年以来的历史中位值。

6 月资金净流入持续回升，部分资金流入项目转正。1) 过去 12 个月累计净流入额占自由流通市值的比例环比回升，为过去八个月以来首次。2) 从细分项目来看，6 月资金净流入主要源于公司分红出现季节性回升、外资转为净流入，融资余额被动增加等。即使产业资本减持、股权融资规模等资金流出项回升，也没有改变资金整体格局向好的情况。

新增开户数在 6 月环比小幅上升，处于过去七年来中位值水平。1) 6 月上证所新增开户数为 235.24 万户，较 5 月环比小幅上升 25.24 万户。2) 历年 6 月新增开户数不存在较为明显的季节性，今年 6 月的新增开户数处于过去七年来的中位值水平，低于 2015 年、2016 年、2020 年、2021 年，但好于 2017 年-2019 年。

融资余额在 6 月大幅回升，但增幅仍略微弱于股市涨幅。1) 今年 6 月融资余额较 5 月环比增长 651.96 亿元。截至 7 月 15 日，融资余额较 6 月底继续回升 166.68 亿元。2) 融资余额占流通市值的比例自 5 月以来持续下降，但是在 6 月底出现回升。今年 5 月-6 月股市出现大幅反弹，与此同时融资余额的回升非常缓慢，但随着万得全 A 指数在 6 月底进入调整阶段，融资余额占流通市值的比例出现小幅的回升。

公募份额小幅上升，北上资金 6 月净流入强于南下资金。1) 6 月偏股型公募基金份额重回增长，较 5 月环比增加 139.26 亿份，今年 6 月的偏股型公募基金份额增幅好于 2021 年，略差于 2020 年。2) 6 月北上资金净流入 A 股-南下资金净流入港股的差值为 272.93 亿元，为 A 股今年以来首次实现的较大幅度的净流入。3) 年度层面上，北上资金年初以来的净流入 631.66 亿元，较上个月持续回升。

私募基金管理规模小幅下降，但股票仓位大幅回升。1) 私募基金管理规模在二季度出现小幅下降，较 3 月底下降了 5611 亿元。2) 私募基金仓位已连续回升两个月。截止 6 月底，私募基金平均股票仓位已经回升至 67.51%，接近今年 2 月份的水平。

风险因素：部分数据的公布存在时滞；部分项目的估计与实际情况有偏差。

【食品饮料】行业专题报告：白酒加仓明显，成长标的受机构青睐——食品饮料行业 2022H1 基金重仓分析(马铮)

食品饮料跑赢大盘 10.6pct。2022 年 4 月 1 日到 6 月 30 日，SW 食品饮料指数上涨 11.7%，万得全 A 指数成分上

涨 1.1%，板块跑赢万得全 A 指数 10.6pct。分子行业看，2022Q2，SW 白酒、啤酒、软饮料、乳品、食品综合、调味发酵品、肉制品分别上涨 25.5%、18.0%、6.4%、5.9%、8.2%、13.1%、1.3%。

2022H1 食品饮料行业基金重仓持股市值占全行业比例环比提升 2.62pct。截止 2022 年 6 月 30 日，上半年机构重仓市值 3.5 万亿，食品饮料重仓市值 5686 亿，占全行业重仓持股总市值 16.1%，环比提升 2.62pct。

食品饮料行业前 20 大基金重仓个股占比 97%，与 Q1 持平。2022H1，Top1-4 “茅五泸汾”重仓占比 70.7%，环比 +0.5pct，持续提升。Top1-10 占比 88.7%，前四并无变化，洋河排名从第 6 升到第 5，伊利从第 5 降至第 6。反弹较大的标的，安井食品从第 15 提升到第 10，梅花生物第 21 提升到第 18，安琪酵母从第 25 提升到第 19。今世缘从第 10 降至第 13。其他 Top20 标的排名变化不大。

茅五泸汾机构标配，白酒加仓明显。2022H1 白酒持仓 4803 亿元，占食品饮料行业 85.8%，环比 +1.24pct。其中茅五泸汾全国一线名酒基本是各大机构标配，从重仓持股数环比变化来看，贵州茅台环比 +1%，五粮液大幅加仓、环比 +19%、泸州老窖环比 +2%、山西汾酒环比 +12%。全国次高端标的方面，酒鬼酒减仓放缓、环比 -2%，水井坊减仓速度有所加快、环比 -8%，而舍得酒业 2021 年连续加仓后，2022H1 节奏有所放缓、环比 +6%。徽酒方面，古井贡酒环比 +27%、口子窖环比 -12%、迎驾贡酒 Q1 大幅加仓后环比 -40%。苏酒方面，洋河和今世缘分别环比 +0%、-4%。

啤酒股价旺季反弹，市场中长期看好。2022H1 啤酒持仓 244 亿元，持仓占食品饮料行业 4.4%，环比 +0.37pct。啤酒行业目前竞争格局较为清晰且稳定，高端化主逻辑尚未打破，市场看好其规模效应+品牌溢价的商业模式。经历了 Q1 国内疫情多地反复、啤酒现饮场景消失的至暗时刻后，板块行情随着华东疫情边际好转+旺季来临从 5 月中下旬率先启动，成长标的重啤重仓持股数环比 +10%、行业龙头润啤环比 +11%，青啤 A 股环比 -4%，估值性价比占优的青啤 H 股继续加仓、环比 +14%。

资金避险情绪减弱，刚需标的有所减仓。2022H1 乳品持仓 295 亿元，持仓占食品饮料行业 5.3%，环比 -1.96pct，其中伊利股份环比减仓 11%，主要系资金避险情绪在 Q2 明显减弱、开始布局成长性标的。与之类似的是，刚需属性强的涪陵榨菜、洽洽食品、双汇发展继 Q1 大幅加仓后、Q2 重仓持股数分别环比下降 15%、44%、13%。

疫情悲观预期释放，原料价格预期拐点出现。2022H1 食品综合持仓 125 亿元，持仓占食品饮料行业 2.2%，环比 +0.63pct。一方面，5-6 月开始棕榈油价格等油脂价格回调，市场预期原料价格下跌利好食品企业业绩，安井继 Q1 大幅加仓后、环比 +52%。另一方面，Q2 市场对疫情的悲观预期基本释放，绝味食品继 Q1 减仓 59%后加仓 83%。2022Q1 调味品持仓 56 亿元，持仓占比食品饮料行业 1.0%，环比下降 -0.07pct，海天环比 +16%，而安琪酵母 Q2 销售端环比改善、机构环比加仓 +83%。

风险因素：新冠疫情反复；食品安全风险。

注：文中 2022H1 代表 2022 年基金中报数据，截止日 2022 年 6 月 30 日，环比变化是相对 2022 年一季报计算而得。

【房地产】行业专题报告：销售资金季节性改善，开工投资持续承压——2022 年 1-6 月统计局房地产数据点评(江宇辉)

季节性因素叠加供应放量，销售环比回升明显。1-6 月商品房累计销售面积 68923 万平方米，同比下降 22.2%，跌幅较 1-5 月缩小 1.3pct，当月销售面积 18185 万平方米，同比下降 18.3%，跌幅收窄 13.5pct，环比上升 65.8%。1-6 月商品房累计销售金额 66072 亿元，同比下降 28.9%，跌幅收窄 2.6pct，单月销售金额 17735 亿元，同比下降 20.8%，跌幅收窄 16.9pct，环比上升 68.2%。住宅和商品房单月跌幅较上月均出现较大幅度的跌幅收窄、环比上升，主要由于季节性因素：从历年销售面积来看，6 月商品房和住宅单月销售面积环比增速均在 30%以上。供应量增加：6 月恰逢年中业绩冲刺，叠加疫情后市场边际修复，企业推盘热情较高。房企冲业绩诉求。市场 7 月进入淡季，后续销售或将自然回落；点状复苏下，将更加凸显供给分化。停贷风波或将冲击市场信心，受到出险房企项目停工影响，7 月初各地停贷风波如果出现蔓延，将对购房者信心进一步打击，或将在

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

此冲击市场信心，中断边际复苏态势。

投资：施工和土地投资跌幅扩大，投资持续承压。1-6月房地产开发投资累计完成额68314亿元，同比下降5.4%，6月单月投资完成额16180亿元，同比下降9.4%，跌幅扩大1.6pct，5月单月跌幅略有收窄后，6月单月投资跌幅再扩大至9.4%，单月开发投资降至2019年水平，施工投资和土地投资均拖累开发投资。施工投资方面：1-6月商品房累计新开工面积66423万平方米，同比下跌34.4%，跌幅扩大，当月新开工面积14795万平方米，同比下跌45.1%，跌幅扩大；1-6月累计竣工面积28636万平方米，同比下降21.5%，跌幅扩大6.2pct，单月竣工面积5274万平方米，同比下降40.7%，单月竣工同比跌幅创本轮下行周期最大值，但环比有所回升；1-6月累计施工面积848812万平方米，同比下跌2.8%，跌幅较上月扩大1.8pct，6月当月竣工面积17287万平方米，同比下跌48.1%，跌幅持续扩大。同比跌幅仍在继续扩大，主要由于1)销售仍未企稳，房企资金面仍未有明显改善，无法形成良性资金循环，叠加仍陆续有房企出险，房企减少开工投资，加快资金回笼，保持投资谨慎；2)6月以来仍持续有房企公开市场违约，无法获得新增开发贷，存量未开发土地也无法开工复产，因此新开工和施工都受较大影响，整体投资持续承压。

土地：成交跌幅收窄但仍处低位，土地市场热度难言回暖。1-6月累计土地购置面积3628万平方米，同比下降48.3%，当月土地购置面积1239万平方米，同比下降52.8%，跌幅收窄9.7pct。从百城土地成交数据来看，100大中城住宅用地供应土地规划建筑面积6333万平方米，同比下跌6.5%，跌幅较5月大幅收窄41pct，主要由于疫情影响基本消退后各地供地活动重启，叠加6月多城推出第二轮集中供地地块；成交土地规划建筑面积4082万平方米，同比下跌55.8%，跌幅收窄13.7pct，环比来看较上月有较大提升，是2022年以来单月成交土地建面最多的一个月，但较往年月均土地成交面积和6月当月成交面积仍有较大差距，土地市场热度难言回升。

资金：到位资金边际改善，后续资金情况仍将承压。1-6月开发到位资金76847亿元，同比下降25.3%，跌幅收窄0.5pct，6月当月开发到位资金16443亿元，同比下降23.6%，跌幅收窄9.8pct。其中国内贷款1761亿元，同比下降32%，跌幅收窄2pct，本月开发到位资金跌幅实现年内首次收窄，但同比跌幅仍较大，仍需谨慎预期后续资金情况：1)新开工降幅较大，增量市场清冷，开发贷相应持续减少；2)房企信用持续收缩，融资规模下降。后续销售自然回落，叠加停贷风波，资金情况仍将持续承压。

弱复苏加剧供给分化，停贷风波增加未来不确定性。在开工及竣工端，当前预售资金监管未有明显改善，在部分城市烂尾项目增加，全国多城停贷风波影响下，预计后续预售资金监管更难放松，各地为保障交付或趋严监管预售资金。预售资金从严监管的情况下，民企在资金压力下，后续拿地、开工压力较大，下半年货值压力也将越来越大。考虑到供给端的分化和弱复苏持续，下半年建议关注供给端分化带来的投资机遇，能够持续在土地市场补货的国企央企，有望在市场复苏的阶段加速去化、占据市场份额，提高市场占有率。因此我们建议重点关注大型国企央企如保利地产、金地集团、招商蛇口、中海地产、华润置地，考虑到再融资放开的可能性，建议重点关注南山控股和华发股份。

风险因素：政策风险：政策放松进度不及预期，房地产税、预售资金政策调控超预期。市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

【金工】基金专题报告：南方中证1000ETF：中证1000衍生品挂牌交易，产品配置优势凸显(于明明)

中证1000指数由全部A股中剔除中证800指数成份股后，规模偏小且流动性好的1000只股票组成，综合反映中国A股市场中一批小市值公司的股票价格表现。中证1000指数与沪深300、中证500指数形成互补，被视作中国的“罗素2000指数”。

行业分布均衡，成长性行业占比较高。截止到2022年年中，中证1000指数的前三大行业分别为医药、电新、基础化工，均为成长性较强的行业。

市值偏小盘，灵活性较强。

从上市地点来看，深圳交易所股票占比较高，历史来看接近7成，上交所股票占比约3成。

指数与同类型宽基指数相比具备以下特征：

市值分布：沪深300、中证500、中证1000分别呈现了大盘、中盘、小盘的特性。

估值水平：从估值分位点来看，中证1000指数的估值处于中证1000指数发布日期（2014年10月17日）以来较低位置，位于11.98%的百分位。

成长性以及盈利能力强：相较于沪深300和中证500，中证1000具有较强的盈利能力和成长能力，指数的ROA以及销售净利率增长率优于沪深300指数和中证500指数。

证监会近日批准中国金融期货交易所开展中证1000股指期货和期权交易。相关合约正式挂牌交易时间为2022年7月22日。

50ETF与300ETF在期权和期货上市后规模和流动性有大幅提升：50ETF在对应期权与期货上市后区间日均成交量、成交额、基金份额与市值均有所提升。300ETF在对应期权上市后区间日均成交量与成交额大幅提升，基金份额和基金市值有所提升。

衍生品及现货提供了丰富的期现组合策略：备兑开仓策略对现货提供了收益增强、保护性看跌期权策略对现货提供了下跌保护，期权合成期货策略对现货提供了对冲套保的效果。期现组合策略利用标的与衍生品之间的联动效应，将现货股票或ETF、期权与期货组合运用，实现投资者定制化的风险管理与收益需求。

中证1000期指及期权的发布提供了更多的与相关ETF的组合策略，建议关注。

南方中证1000交易型开放式指数证券投资基金（交易代码：512100.SH，以下简称“南方中证1000ETF”）于2016年11月4日上市，是当前规模最大的中证1000ETF。

产品在同类产品中规模大，流动性佳。目前跟踪中证1000指数的被动指数型基金共7只，规模合计32.09亿元。其中南方中证1000ETF是跟踪中证1000指数的被动指数型基金中规模最大的产品。

基金理由崔蕾担任。崔蕾女士，康奈尔大学金融工程硕士，金融风险管理师(FRM)，特许金融分析师(CFA)，具有基金从业资格。

风险因素：宏观经济下行；新冠疫情加剧；股市波动率上升；金融监管力度抬升超预期。本基金属于股票型基金，预期风险收益水平较高；历史表现不代表未来。

【金工】金工点评报告：IC贴水幅度扩大，IF与IH贴水收敛，IM上市首日贴水较深(于明明)

IC基差贴水整体略有扩大、IF与IH相对上周贴水大幅收敛。2022年7月22日，我们预测中证500指数未来一年分红点位为97.76，沪深300指数分红点位为84.60，上证50指数分红点位为72.02。近日IC合约分红调整年化基差贴水幅度略有扩大，IF与IH基差相对上周贴水收敛较多。IC合约持仓额水平略高于今年以来中位数，IF与IH合约持仓额较低。IC、IF及IH季月合约分红处理过的基差年化贴水率分别为-5.99%、-2.08%以及0.64%。

期现对冲策略表现：2018年1月开始，三大指数季月合约连续对冲表现优于当月合约，本周IC合约基差贴水幅度略有扩大，前期建仓的期现对冲策略多数有正收益，IF与IH基差相对上周收敛幅度较大，增加了期现对冲策略成本。其中，今年以来IC合约当月连续对冲收益-0.78%，季月合约对冲收益-1.17%，最低贴水策略收益0.01%。截至7月22日，最低贴水策略IC选择下季月合约进行对冲、IF与IH均选择次月合约进行对冲。

跨期套利策略表现：自2018年1月以来，跨期套利策略表现最优且较为稳定。其中，今年以来IC合约跨期套利策略收益率2.99%，IF跨期套利收益率1.86%，IH跨期套利收益率1.39%。截至7月22日，IC跨期套利策略选择当月合约空头与下季月合约多头进行对冲，IF选择当月合约空头与下月合约多头，IH选择当月合约空头与

季月合约多头。

基差收敛变动分析：本周指数偏弱震荡，IC 合约市场收益率因子影响减弱，基差因子影响增强，后续对冲应选择基差贴水幅度最小的合约进行对冲。近期 IF 与 IH 合约收益率因子贡献超过当前基差因子贡献，期现对冲策略在指数未来上涨时选择近月合约进行对冲，未来下跌时选择远月合约进行对冲。

中证 1000 期货上市首日成交活跃，基差贴水较深。中证 1000 期货上市首日成交额合计 504.91 亿元。主力合约 IM2208 合约成交额为 309.19 亿元，成交量为 22153 手，占全部合约成交量的 60.71%，持仓量为 17517 手，占全部合约持仓量的 57.76%。IM 合约上市首日基差受指数收益率影响较大，收盘年化基差分别为 -13.76%、-11.98%、-10.29%、-9.56%，贴水幅度超过 IC。当前 IC 季月合约分红调整基差处于今年以来较低位置，IM 基差贴水幅度大于 IC，上市当日基差贴水扩大程度超过 IC。

风险因素：以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

【传媒互联网及海外】行业评报告：《推进对外文化贸易高质量发展的意见》落地，文化产业迎重大政策利好(冯翠婷)

事件：2022 年 7 月 18 日商务部等 27 部门发布《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，意见中指出：1) 聚焦推动文化传媒、网络游戏、动漫、创意设计等领域发展，开展优化审批流程改革试点，扩大网络游戏审核试点，创新事中事后监管方式(中央宣传部、文化和旅游部、广电总局、文物局和各地方人民政府按职责分工负责)；2) 积极支持符合条件的文化贸易企业上市融资，以及通过发行公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具等方式融资(人民银行、银保监会、证监会、中国进出口银行、中国出口信用保险公司负责)；3) 落实文化服务出口免税或零税率政策(科技部、财政部、税务总局等按职责分工负责)。

点评：

扩大网络游戏审核试点，加强事中事后审批，增强版号供给稳定性。继 21 年 7 月版号停发后，2022 年 4 月 11 日版号恢复发放，此后 6 月 7 日、7 月 12 日第二批和第三批版号分别落地。从数量看，审核的产品数量逐步增加，从第一轮的 45 个增加至第二轮的 60 个，第三轮则进一步增加至 67 个。我们认为意见中的“扩大网络游戏审核试点，创新事中事后监管方式”意味着监管将逐渐回暖，有助于提振市场信心并形成市场催化。同时版号常态化趋势明朗，游戏公司能拿到版号并正常推动新游上线，从而有助于稳定市场新游供给，游戏公司也能随着新游上线周期释放业绩增量。

文化产业一二级市场热度倒挂，政策有望刺激二级市场 IPO/定增等主动融资行为。根据伽马数据显示，2021 年受元宇宙主题驱动中国游戏领域共发生投资 209 起，总金额约 258.8 亿元人民币，表现火热。但二级市场尤其是 A 股文化产业，尤其是游戏公司上市较为困难，定增等主动融资行为频次较低，近两年仅有三七互娱(21 年 3 月定增融资 29.33 亿)、凯撒文化(21 年 3 月定增融资 9 亿)、宝通科技(20 年 6 月可转债融资 5 亿)等融资行为。

游戏大航海成为破局之举，免税政策形成利好。面临国内移动游戏市场存量竞争加剧、版号审批趋严的困境，游戏唯有出海方可突围已成行业共识。中国游戏市场以自研游戏为主，致力于将新技术融入游戏产品研发和运营管理当中，已具备全球领先的研发实力和技术水平。同时自研游戏出海收入保持稳健增长的态势。根据游戏工委数据显示，2022H1 中国自主研发游戏在海外的实际销售收入达 89.89 亿美元，在高基数下仍能保持 6.16% 的同比增长。根据 Newzoo 数据显示，2021 年全球收入 Top100 中有 30 家以上为中国手游发行商，这都表明国内自研游戏的品质已获得了全球市场的广泛认可。目前我国游戏出海立足美日韩三大成熟市场基本盘，并开始寻找新兴市场基本盘，以求进一步拓展海外市场版图。意见中指出将“落实文化服务出口免税或零税率政策”，“积极支持文化企业参加技术先进型服务企业认定，经认定的技术先进型服务企业可按相关规定享受相关企业所得税优惠政策”，有助于为国内游戏公司出海提供政策利好，助力其加快出海步伐和扩张节奏，从而推动游戏公司收获可观的业绩增量。

投资建议：我们看好“游戏版号常态化”逻辑：常态化后，游戏行业内容供给趋于稳定，行业增速修复，重点产品上线催化戴维斯双击。同时意见出台形成多方政策利好，推动整体游戏行业趋于健康有序发展，此外随着暑期来临，玩家在线时间长短和付费情况会得到明显提升，游戏出海节奏加快，有望破局低迷行情。目前 A 股游戏公司 22-23 年估值中枢为 15x/11x，处于低位。基本面向好预期加上估值修复，利好游戏板块，重申重点推荐：**版号常态化+游戏出海【三七互娱（6月2日发布58页深度，22年当前估值14x）、完美世界（5月30日发布52页深度，22年当前估值18x）、吉比特（4月22日发布45页深度，代理游戏《奥比岛：梦想国度》于7月12日上线，22年当前估值17x）、心动公司（5月4日发布49页深度，降本增效初获成果）、百奥家庭互动（7月12日发布26页深度，《奥比岛：梦想国度》的研发方）】，关注游戏行业龙头+估值锚点【腾讯（22年当前估值24x）、网易（22年当前估值25x）】，其他 A 股【星辉娱乐（公司自研三国沙盘实时战略手游《战地无疆》获版号，公司17年上线三国 SLG《三国群英传》为长生命周期的游戏）、宝通科技、姚记科技、凯撒文化、富春股份、世纪华通、巨人网络、昆仑万维、恺英网络、电魂网络】及港股【哔哩哔哩-SW、中手游、青瓷游戏、祖龙娱乐、IGG、创梦天地、友谊时光】等。**

风险因素：行业监管趋严风险、行业竞争加剧风险、版号发放不及预期、游戏表现不及预期、汇率波动风险等。

【医药】寿仙谷(603896)公司点评报告：二季度收入微增，费用支出较少推动利润端高增(周平)

事件：寿仙谷发布 2022 年半年度业绩快报公告，预计 2022H1 实现营业收入 34,952.95 万元，同比增长 10.09%；归母净利润 8,193.61 万元，同比增长 48.99%；扣非归母净利润 6,553.61 万元，同比增长 47.14%；实现基本每股收益 0.42 元，同比增长 44.83%。

点评：

疫情影响下 Q2 收入微增，利润端增速高系费用支出较少。根据一季报计算得到公司 2022Q2 实现营业收入 1.458 亿元，同比增长 1.71%；实现归母净利润 2294.22 万元，同比增长 66.70%。收入端增速较一季度放缓可能是受疫情影响，零售门店业务开展和物流受阻。从利润端来看，21Q2 净利润基数较低，22Q2 公司营业收入、毛利率和政府补助增长但费用未同比增长，导致利润端增速更快，我们推测可能系疫情影响下营销推广活动受影响，销售费用支出减少所致。展望下半年，我们认为公司产品的传统旺季，若未发生严重疫情影响，预计公司能正常开展业务，维持业绩同比增长态势。

公司立足浙江走向全国，发展省外代理和电商营销。目前公司收入主要来自于浙江地区，正发展全国孢子粉片剂招商模式，2022 年计划新增 20 家城市代理商，此外公司互联网渠道已成为传统销售渠道的重要补充。随着公司业务向省外拓展，营销推广力度加大，有望提高市占率。公司铁皮石斛、西红花等产品收入保持稳健增长态势，新产品研究有序开展，有望丰富产品集群，扩大品牌影响力。

药食同源中药具有积极的免疫调节功效，寿仙谷产品具备性价比优势。我国人口基数大，老龄人口数量庞大，因人口老龄化带来的保健品市场潜在容量较大。研究显示，破壁灵芝孢子粉具有积极的免疫调节功效，有助于提高肿瘤综合治疗效果。公司灵芝孢子粉产品粗多糖有效成分单价居于行业超低位水平，显示较强性价比优势。

盈利预测与投资评级：寿仙谷二季度收入微增，利润端增速高系费用支出较少，下半年是公司传统旺季，若未发生严重疫情，预计公司能正常开展业务，维持业绩同比增长态势。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 9.22/11.08/13.32 亿元，归母净利润分别为 2.59/3.23/3.89 亿元，PE 分别为 31/25/21X。我们给予寿仙谷 2022 年 PE 估值区间为 34-36 倍，对应目标价区间为 44.5-47.2 元，维持买入评级。

风险因素：自然灾害风险、原材料质量控制风险、种源流失风险、存货周转不畅风险。

【食品饮料】贵州茅台(600519)公司点评报告：五合营销下，跑起来的速度(马铮)

事件：公司公告，2022年上半年预计实现营业总收入594亿元左右，同比增长17%左右；预计实现归母净利润297亿元左右，同比增长20%左右。

点评：

增长势头持续，系列酒依旧亮眼。上半年，茅台酒收入499亿元左右，同比增长约16.2%，系列酒75亿元左右，同比增长约23.8%，双引擎增长稳定。其中22Q2，公司营业总收入约262亿元，同比增长约15.6%；归母净利润约125亿元，同比+16.4%；茅台酒收入约210亿元，同比增长14.6%，系列酒约41亿元，同比+19.17%。在一线城市相继受到疫情影响下，二季度依旧增长稳定，体现出茅台较强的抗风险能力，顺利朝全年目标迈进。

围绕“五合营销法”，多品牌活动相继落地。二季度以来，公司以母亲节、父亲节为契机，以43度飞天为载体，聚焦“家”与亲情，传递温情。端午节后，公司相继在贵阳、武汉、南宁开展壬寅虎年生肖酒专场活动，以“致敬文化”为内核，凸显茅台品牌效应。在酱酒一年的生产周期中，制曲、投粮等关键节点与二十四节气紧密相连，因此二十四节气是茅台酒酿造的气候密码和文化密码。从立夏开始，公司在每一节气均以一款核心单品为主角，开展了相应的文化结合主题活动，推广酿酒生态哲学。可以看到，在密集的活动推广下，茅台正在加快品牌文化输出，强调对“美”的追求。

i茅台用户活跃，上线后销售数据惊喜。近期，贵州茅台传承人大会暨茅台酒经销商表彰会上提到，在上线三个多月的时间里，i茅台注册用户已达1900万户，日均活跃用户近200万户，酒类产品累计销售1232吨，实现营收46亿元，平均吨价373万元，对应单瓶价格1758元，其中彩釉珍品、虎年生肖酒贡献主要收入份额。若线性递推，i茅台全年销售额或突破120亿元。作为营销改革的切入点，i茅台实现了公司对终端用户的直接触达，目前已在全国范围内完成覆盖，我们预计公司未来有望进一步推动营销体系方面的改革。

盈利预测与投资评级：习酒从茅台集团剥离后，股份公司将承担更重的增长任务，以完成“十四五”集团收入2000亿的目标。虽然飞天单品暂未提价，但公司通过结构调整、非标提价、新品推出等多种方式，在今年实现了较快的增长，面对宏观环境波动，应对自如，展现了行业龙头的实力。我们预计公司2022-2024年摊薄每股收益分别为50.1元、58.76元、68.63元，维持对公司的“买入”评级。

风险因素：宏观经济不确定性风险；疫情反复风险。

【纺织】珀莱雅(603605)公司点评报告：618驱动收入高增，防晒产品影响利润率(汲肖飞)

事件：公司公布2022Q2经营数据预告，预计二季度实现收入12.7-13.7亿元，同增25%-35%，实现归母净利润1.3-1.4亿元，同增15%-22%；预计22H1实现收入25.2-26.2亿元，同增31.6%-36.9%，实现归母净利润2.9-3.0亿元，同增27.6%-32.0%。公司业绩符合预期。

点评：

618品牌表现亮丽驱动收入端高增长，羽感防晒计提损失影响净利率。公司二季度在全国疫情反弹下仍获得快速增长，我们认为主要得益于：1)珀莱雅大单品展现强消费粘性、早C晚A、源力修复精华等大单品销量可观，618期间品牌GMV位列天猫、抖音、京东三大平台国货第一；2)彩棠旗舰店618期间GMV位列天猫彩妆第九，预计取得高增长。公司二季度利润端增速低于收入端增速，且较去年同期差距拉大，主要受二季度召回羽感防晒产品影响，计提存货等损失，影响业绩增长。

大单品战略稳步推进，股权激励彰显长期信心。公司推行大单品战略以来，高利润精华类目占比提升，品牌形象不断升级，品牌综合实力不断提升，成为国货新秀；此外，公司7月发布新一轮股权激励方案，明确2022-2024年业绩增速分别不低于25%、23%、22%，展现对主品牌升级、多品牌发展的长期信心。

盈利预测与投资评级：我们持续看好公司主品牌升级以及多品牌打造带来的成长性，在6*N战略下构筑更高壁

垒。我们维持公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别 58.8/73.7/85.9 亿元，归母净利润分别为 7.4/9.3/11.5 亿元，EPS 分别为 2.6 元、3.3 元、4.1 元，目前股价对应 PE 分别为 62.6 倍、49.7 倍、40.6 倍，维持买入评级。

风险因素：品牌竞争加剧导致多品牌新渠道延展不达预期；线上流量成本上升影响利润率风险；行业景气度下行带来收入增长放缓风险。

【轻工】裕同科技(002831)公司点评报告：收购消费电子优质标的，产业协同有望提升竞争力(李宏鹏)

事件：公司发布《关于收购深圳华宝利电子有限公司 60%股权暨关联交易的公告》，公告称公司拟通过自有或自筹资金向共青城君爵、上海开亿收购其共同持有的深圳华宝利电子有限公司 60%股权。本次交易给予深圳华宝利估值为 4 亿元人民币，收购价为 4 亿元*60%=2.4 亿元人民币（含税），公司与卖方于 2022 年 7 月 21 日签署《深圳华宝利电子有限公司之股权转让协议》。

点评：

标的公司：客户资源稳定、研发能力成熟的消费电子生产制造公司。深圳华宝利电子有限公司成立于 1995 年，是市场领先的声学类产品开发和制造商，在电信、IT、音频、视频、多媒体等领域，为客户提供从零部件到成品组装等全方位合作与服务，2021 年和 2022 年 Q1 华宝利资产总额/负债总额/净资产/营收/净利润分别为 2.28/1.5/0.79/3.28/0.63 亿元和 2.01/1.18/0.83/0.51/0.04 亿元。产品方面，华宝利主要生产扬声器、受话器、蜂鸣器等电声元器件，以及耳机、蓝牙音箱、机器人等电子产品，其创始人、核心团队有良好的产品设计、研发、生产能力，拥有成熟的研发体系和丰富的研发经验，提供电声器件完整的设计与解决方案；品牌方面，华宝利品牌认可度较高，与世界知名企业建立良好合作关系，主要客户包括百度、阿里巴巴、中兴通讯、比亚迪、联想、清华同方、TCL、大疆、创维、三星、松下、富士康、惠普等；从行业前景来看，未来移动智能穿戴设备、智能家居产品渗透率不断提高，声像类产品应用频率提升、应用场景拓宽，华宝利主营业务声学类产品有望同步实现持续稳定增长。

收购影响：拓展声学市场，丰富品类、进一步提升综合竞争优势。1) 深挖客户资源：公司深耕消费电子包装领域，多年来不断加深与高端消费电子品牌合作，华宝利目标客户与公司重合度较高，公司及华宝利在收购完成后有望相互充分利用现有客户资源、增加客户黏性，提升针对客户一体化交付服务能力；2) 丰富产品矩阵：同时本次收购符合公司长期以来拓宽产品品类、提升规模效应以及培育新的业务增长点的战略规划，有望强化协同效果从而进一步提升公司核心竞争力；3) 提升盈利能力：声学类产品制造具备一定技术壁垒，产品利润率水平较高，2021 年华宝利净利率达到 19.2%，同时，公司绑定华宝利核心骨干利益，给予经营团队充分的激励机制，若 2022-2024 年累计扣非净利润大于 1.2 亿元，将奖励（累计净利润-12,000 万元）*20%的金额，合理激励机制下有望激发标的公司员工持续提升业绩增量。

盈利预测与投资评级：公司作为纸包装龙头发力布局大包装，酒包&烟包&环保包装等新业务增长动能强劲，自动智能化产线与高客户粘性构筑制造、经营壁垒。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.0 亿元、17.08 亿元、19.93 亿元，同比分别增长 37.6%、22%、16.7%，目前（2022/7/21）股价对应 2022 年 PE 为 18x，维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争风险，原材料价格波动风险。

【家电】星帅尔(002860)公司点评报告：发行可转债扩充产能，深化光伏新能源领域布局(罗岸阳)

事件：7 月 21 日晚间，公司发布《公开发行可转换公司债券预案》，计划发行可转债总面额不超过 5.5 亿元人民币，用于年产 2GW 高效太阳能光伏组件建设项目及补充流动资金。

点评:

投建 2GW 光伏组件项目，扩充产能抓住市场机遇。公司年产 2GW 高效太阳能光伏组件建设项目计划投资总额为 4.47 亿元，其中拟使用本次募集资金部分为 3.85 亿元。项目拟由全资子公司杭州星帅尔光伏科技有限公司实施，建设地点位于杭州市富阳区，公司预计项目税后的内部收益率为 16.82%，税后的静态投资回收期为 6.78 年（含建设期）。目前公司光伏组件满产产能为 1.5GW/年，如若事项顺利推进，我们预计“年产 2GW 高效太阳能光伏组件项目”将于 23 年下半年完成投建，届时，公司总产能将逐渐爬坡至 3.5GW/年。一方面，公司营收与业绩规模将随着产能扩容而显著增加；另一方面，在规模扩大之后，规模效应将降低单位生产、管理、销售成本，公司光伏组件业务净利率有望明显提升。

市场需求高涨，在手订单充足，持续增强新能源领域竞争力。在光伏组件代工板块，目前星帅尔直接持有富乐新能源股权增加至 90.2%，富乐与温州翔泰、泰恒新能源、安徽大恒等海内外多家优质客户已建立稳定的供货关系，其他部分潜在客户也已完成对富乐的验厂工作，随着产能逐步落地，公司在光伏板块竞争力与市场份额有望持续提升。未来公司不排除向组件上下游延伸布局，例如电站、电池片、材料等领域，深化拓展光伏业务版图。在新能源车板块，星帅尔全资子公司浙特电机、华锦电子已就汽车空调压缩机电机、密封接线柱等产品与部分新能源汽车厂家达成合作意向，并已验厂开模，我们预计很快将大批量供货，为公司业绩增长带来新的贡献点。

盈利预测与投资评级：公司在主业家电制冷零部件领域基本盘稳固，同时积极深化布局光伏及新能源车赛道，紧抓能源结构大改革机遇，二三曲线增长有望驱动公司高质量稳健发展。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 21.78/30.65/41.94 亿元，分别同比+59.1%/+40.7%/+36.8%；归母净利润 1.89/2.38/2.94 亿元，分别同比+31.6%/+25.6%/+23.8%，对应 PE 为 23.19/18.46/14.92 倍。维持“买入”评级。

风险因素：项目建设不及预期，原材料价格上涨，下游白电行业需求不及预期、光伏产业政策变化、国内外订单获取不及预期、公司盈利能力不及预期等。

【通信】中控技术(688777)公司点评报告：业绩超预期，流程智能制造龙头迎加速成长机遇(蒋颖)

事件：2022 年 7 月 21 日，公司发布了 2022 年半年度业绩预告，2022 年上半年公司预计实现总营收 26.67 亿元，同比增长 45.50%；预计实现归母净利润 3.14 亿元，同比增长 48.31%；预计实现扣非后归母净利润 2.42 亿元，同比增长 53.90%。

点评:

业绩超预期，下游客户资本开支保障公司业绩增速。根据公司 2022 年半年度业绩预告，公司预计 2022 年 Q2 单季度实现营业收入 16.86 亿元，同比增长 52.72%，环比增长 71.87%；预计实现归母净利润 2.54 亿元，同比增长 44.32%，环比增长 323.33%；预计实现扣非后归母净利润 2.02 亿元，同比增长 43.32%，环比增长 410.69%。公司 2022 年上半年的业绩增长一方面得益于公司紧抓下游制造企业客户数字化、智能化发展需求，公司控制系统、工业软件、自动化仪表等产品谱系更加丰富，已成为行业内具备核心竞争力的智能制造整体解决方案服务商，获取订单同比增长；另一方面得益于公司管理变革持续深化，通过加强内部管理、流程优化提升运营效率，费用率有所下降。2021 年流程行业盈利能力明显提升，对未来资本开支金额形成了较有力的保障，公司作为国内流程型智能制造龙头企业，有望充分受益于流程型企业的智能制造转型趋势，公司未来业绩有望持续维持较高增速。

“双碳”背景利好流程型智能制造，高端工控产品国产替代提振公司成长。长期来看，我国流程工业在“双碳”目标下，工控产品更新换代所带来的市场空间较大。我国流程工业在碳排放方面有两个特点：第一，国内流程工业平均工艺水平与设备落后、自动化程度低、能耗方面依旧处于粗放式管理阶段，仅靠工艺流程优化、节能技术等方式难以显著控制能耗，必须进行自动化设备的更新换代与基础自动化升级改造；第二，目前国内

流程工业的能耗总量可观，可改进空间巨大，可以通过降低流程行业能耗的途径来明显降低全国碳排放量。在“双碳”的长期目标下，我国流程工业自动化水平的进一步提升是必然趋势，工控产品更新换代的市场空间较大。

目前国内高端工控/工业软件领域产品的国产化率依旧较低，国产替代空间大。公司坚持投入研发，不断突破高端工控产品，目前已位居世界一流水平。2021年，公司与多个大客户强强联合，打造多个标杆性项目，DCS产品顺利突破全球化工巨头巴斯夫生产装置，在高端工控产品方面取得长足进步。另外，公司在工业软件方面的实力也不断增强，目前已经拥有MES/APC等多款先进的工业软件，已经形成了包括实时数据库、数字孪生、生产管理、过程优化、生产安全、资产管理、供应链管理等七大类工业软件体系共计218个工业APP应用开发，拓展了新材料、新能源、制药食品等新行业应用。未来工业软件有望成为公司新增长点，高端工控/工业软件产品为公司打开增长新曲线。

深耕石化化工行业，工业软件核心竞争力强。生产制造类工业软件具备很强的下游行业属性，通常来讲，一款生产制造类工业软件往往只负责某个领域甚至某一工艺，需要大量的行业经验和行业模型的积累。公司深耕石化、化工领域多年，深度绑定多个下游大客户，拥有海量的现场数据与经验丰富的工程师，有助于公司构建成熟的经验模型。我们认为，与石化化工行业的深度绑定赋予了公司很强的工业软件开发和运维能力，大大提升了公司工业软件产品的实用性和竞争力，同时某一细分行业中的工业软件又呈现“一家独大”的特点，有助于公司工业软件产品未来在石化化工行业中广泛普及，提振公司长期成长。

深化全产业链布局，多类产品协同提振公司业绩。中控技术以控制系统（DCS+SIS+PLC）为基石，向下打造“工业触手”，布局仪器仪表相关产品，向上打造“工业智慧大脑”，布局多款工业软件，各业务间具备明显的协同效应，提升公司整体的竞争优势。同时公司“线上+线下”协同发力，5S自动管家店和S2B平台共同打造完善的营销网络和服务体系。在智能制造大背景下，国家政策与市场双轮驱动工控行业景气度提升，公司作为具备核心竞争优势的国内工控龙头，积极深化全产业链布局，多类产品协同发力，未来发展前景广阔。

盈利预测与投资评级：工业4.0时代，智能制造行业有望提速发展，公司作为国内工控&智能制造龙头企业，积极推进“一体两翼”布局，未来“一纵一横”发展空间大。预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.63亿元、10.04亿元、13.25亿元，对应PE为50.21倍、38.15倍、28.90倍，维持“买入”评级。

风险因素：下游行业波动风险、公司发展不及预期、新冠疫情蔓延。

【传媒互联网及海外】三人行(605168)公司点评报告：22H1快报符合预期，数字交易平台落地可期(冯翠婷)

事件：三人行(605168.SH)于2022年7月21日发布2022年半年度业绩快报，符合预期。公司上半年实现业务收入20.33亿元，yoy+44.85%，归母净利2.16亿元，yoy+29.51%，扣非归母1.61亿元，yoy+13.30%。经拆分，公司22Q2单季度收入11.38亿元(yoy+35.48%，qoq+27.18%)，归母净利1.56亿元(yoy+37.20%，qoq+159.40%)，扣非归母1.02亿元(yoy+14.61%，qoq+72.88%)；22Q1实现收入8.95亿元(yoy+58.83%，qoq-37.40%)，归母净利0.6亿元(yoy+13.07%，qoq-75.38%)，扣非归母0.59亿元(yoy+11.32%，qoq-73.78%)。

点评：

疫情扰动下公司主营业务稳定增长，主要系：1)公司坚持业绩持续增长的经营方针不放松，加大挖掘原有消费品、电信运营商、金融等行业头部存量客户的增量营销预算力度；同时，继续落实开拓汽车行业整合营销业务的发展战略，凭借专业的整合营销服务能力成功拓展了营销预算规模较大的头部汽车客户，为东风本田、一汽丰田、东风风神、通用别克提供专业的整合营销服务，进一步强化公司的客户服务能力和营收规模、盈利水平，保证了公司业绩持续增长；2)上半年疫情防控要求虽对公司线下业务开展产生一定影响(学校疫情管控，校园媒体营销服务收入同比减少)，但通过积极与客户沟通、调整场景活动营销开展方式，促进公司的场景活动营销业务保持了同比增长的态势，保证了稳定的利润水平。

数字文化创意产品交易平台有望于近期落地，监管口径对文化数字内容相对积极。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，提出8项重点任务，推动公共文化数字化建设。其中第7条提出加快文化产业数字化布局，鼓励各种艺术样式运用数字化手段创新表现形态、丰富数字内容。在文化数据采集、加工、交易、分发、呈现等领域，培育一批新型文化企业，引领文化产业数字化建设方向。公司与北京文化产权交易中心合作共同建立数字文化创意产品交易平台，积极响应了两办意见对文化数字化的倡导，平台有望于近期落地，同时期待二次交易功能实现。我们在7月14日发布《“元宇宙”系下半年投资主线，上海元宇宙方案体现长期逻辑》重点提示三人行在文化数字化方面的投资机会。

巨子生物等投资收益落地。2020年起，公司通过对优质标的的专业分析，开拓产业投资和科学稳健的财务投资业务，为公司新赛道的方向进行积极布局探索，公司实现外延式发展，以增强公司的资金使用效率和盈利能力。2022年1-6月取得分红收益以及公允价值变动损益增加0.63亿元，计入非经常性损益。

投资建议：三人行22H1业绩符合预期，公司拥有多行业稳定头部客户，包括伊利、三大运营商、四大银行等头部国企，21年新开拓华润集团、一汽大众、东风本田、一汽丰田等多行业新客户，下半年受益疫情后经济回暖，环比预计继续增长。国家有关“文化数字化”“数字经济”等政策利好公司数字交易平台的发展。我们维持前期盈利预测，预计22-24年归母净利为7.44/10.29/13.22亿元，7月21日收盘价对应估值13x/10x/8x，维持前期目标价266.75元/股，考虑到公司受益于核心国企持续增加营销推广投入的趋势，以及数字文化创意产品交易、数字虚拟人等布局有望形成催化，7月金股坚定推荐，维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧、经营性利率下降、行业政策变化、数字文化交易平台上线时间不确定及表现不及预期等风险。

近期电话会议提示

近期电话会议预告及回顾

表：近期电话会议预告及历史一周会议

会议主题	行业	日期	参会方式
中证1000股指期货与期货上市首日运行如何？公募基金二三季度有何值得关注的变化？	金工	7月24日（周日）	
酒圈三人行 专题：酒鬼酒近期情况反馈	食品饮料	7月24日（周日）	
聚焦数字经济第二期：解读《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》以及对游戏上市公司的影响	传媒互联网及海外	7月25日（周一）	请联系对口销售
聚焦数字经济第二期：赤子城科技（9911.HK）	传媒互联网及海外	7月26日（周二）	请联系对口销售
聚焦数字经济第二期：全球NFT及币圈市场动态专家沙龙	传媒互联网及海外	7月26日（周二）	请联系对口销售
聚焦数字经济第二期：星辉娱乐：《战地无疆》版号落地后公司游戏业务战略发展及足球、玩具业务近况更新	传媒互联网及海外	7月27日（周三）	请联系对口销售
盛新锂能半年报解读电话会议	金属&新材料	7月27日（周三）	请联系对口销售
信达大制造周度电话会议	军工/电新/汽车/机械	7月27日（周三）	请联系对口销售
藏格矿业半年报解读电话会议	金属&新材料	7月28日（周四）	请联系对口销售
信达TMT每周谈电话会议	通信	7月31日（周日）	请联系对口销售
信达能源周期半月谈	宏观/能源/石化/化工/有色/地产/建材	7月31日（周日）	请联系对口销售
2022年8月金股电话会议		7月31日（周日）	请联系对口销售

资料来源：信达证券研发中心

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。