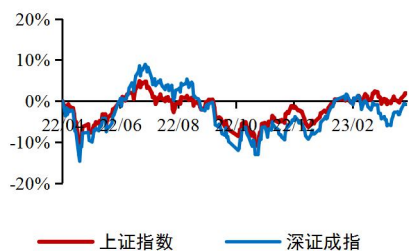


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 4 月 7 日 星期五

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	3,312.63	0.00
深证成指	11,866.31	0.06
沪深 300	4,096.64	-0.16
中小板指	7,857.46	0.07
创业板指	2,426.57	0.20
科创 50	1,146.96	1.58

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,485.29	0.01
纳斯达克综合	12,087.96	0.76
标普 500	4,105.02	0.36
巴黎 CAC40	7,324.75	0.12
德国法兰克福 DAX	15,597.89	0.50
日经 225	27,472.63	-1.22
恒生指数	20,331.20	0.28

资料来源：最闻

【今日要点】

【山证医药】健民集团（600976）2022 年报点评-工业稳定增长，投资收益贡献突出

【山证金融&衍生品】宁波银行年报点评-规模高增&息差稳健带动 22 年归母净利润+18.1%

【固定收益】煤炭：煤炭债季度复盘-一季度赎回潮影响降低，关注山西债务期限结构变化

【行业评论】20230406 光伏产业链价格跟踪

【宏观策略】大盘震荡调整，半导体爆发



【今日要点】

【山证医药】健民集团（600976）2022 年报点评-工业稳定增长，投资收益贡献突出

魏赞 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年年报，公司实现营业收入 36.41 亿元，同比增长 10.35%，实现归母净利润 4.08 亿元，同比增长 33.52%，扣非归母净利润 3.74 亿元，同比增长 24.42%。实现 EPS2.68 元。经营活动产生的现金流量净额 2.16 亿元，同比下降 12.93%。
- 事件点评
- 聚焦大单品，工业稳定增长，二线品种开始放量。2022 年，公司医药工业收入为 187956.18 万元，同比增长 11.73%，医药商业收入 172349.06 万元，同比增长 8.52%。分渠道看，2022 年 OTC 端实现营收 9.63 亿元，增长 6.59%，Rx 端实现营收 9.16 亿元，同比增长 17.69%。公司坚持品牌打造，加大学术推广，聚焦大产品，加快新产品培育，OTC 渠道围绕龙牡、便通胶囊，与电视媒体进行战略合作，在长视频、梯媒、短视频等加强品牌传播。大单品培育上，龙牡积极开展 KA 连锁精细化运营，提升门店覆盖率，提升健脾生血颗粒（片）在医疗机构的覆盖，促使健脾同比增长 18%。加大医院开拓力度，强化学术推广，Rx 产品的销售收入同比增长 18%，其中雌二醇凝胶、小儿宝泰康颗粒同比增长 40% 以上。新产品培育上，七蕊胃舒胶囊通过谈判进入医保，同时积极推动龙牡（医疗渠道新品）、小儿宣肺止咳颗粒的上市，加快拔毒生肌散的市场开发。新成立皮外产品事业部、新药事业部，加快专线产品的市场拓展。2022 年，龙牡销售 54122.45 万袋，销量同比增加 11.3%。
- 汉阳医馆净利翻倍有余，新增汉口馆和华方医院。2022 年诊疗业务实现收入 2,034.03 万元（2021 年数据对同一控制下华方医护的合并进行了追溯调整），同比减少 4.03%。成立健民国医投资（武汉）有限公司，作为中医诊疗服务产业的管理与投资平台，完成了中医汉阳馆的业务整合，2022 年汉阳馆实现净利润同比增长 130%；加快中医馆业务布局，投资 800 万元筹建第二家中医馆汉口馆，在 2023 年 3 月正式开业；新建叶开泰智慧制剂中心，进一步提升中医馆的服务能力。去年 10 月公司完成华方医院的收购，打造特色专科，培育中医诊疗业务，并加大周边地区的推广。2022 年上半年，华方医护实现营收 955.8 万元，净利润为亏损 1026.82 万元。公司计划将华方医院打造成为以中医科、妇儿、慢病管理等为专科特色的综合医院，力争 2~3 年实现扭亏为盈。
- 体培牛黄贡献突出，ROE 持续提升，股权激励超额完成。联营公司健民大鹏 2023 年实现净利润 4.48 亿元，同比增长 30.42%。公司获得投资收益 1.49 亿元，利润贡献突出。根据中药材天地网信息，亳州药市天然牛黄报价在 4 月份已经达到 80 万/kg，体培牛黄供不应求，价格有长期上涨趋势。

- 财务指标方面，公司整体毛利率为 43.27%，同比增加 0.26 个百分点；销售费用率 29.36%，同比减少 0.70 个百分点；管理费用率 3.73%，同比减少 0.48 个百分点；财务费用率 0.02%，同比减少 0.20 个百分点，ROE（加权）25.27%，同比增加 3.41 个百分点。
- 公司于 2021 年首次进行股权激励，业绩目标为 2021-2023 年分别在 2020 年考核净利润（扣除健民大药投资收益后的归母净利润）的基础上增长不低于 20%、44%、78%。2021 年公司业绩远超考核目标，实现考核净利润 2.1 亿元，同比增长 302.0%。2022 年 6 月，公司再出股权激励，以 2021 年归母净利润 32,473.7 万元为基数，2022-2023 年归母净利润增长分别不低于 10%、21%，2022 年业绩超额完成。
- 投资建议
- 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.25、4.00、4.94 元，对应 PE 分别为 25.0、20.3、16.4 倍。我们看好公司未来一段时间的发展，给予“买入-B”评级。
- 风险提示
- 风险因素包括但不限于：新产品推广不及预期的风险，产品质量风险，投资收益波动的风险，产品降价风险等

【山证金融&衍生品】宁波银行年报点评-规模高增&息差稳健带动 22 年归母净利润+18.1%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 事件：公司发布 2022 年年报，营收 578.79 亿元、同比+9.7%，PPOP 357.11 亿元、同比+8.8%，归母净利润 230.75 亿元、同比+18.1%。加权平均 ROE 15.56%、同比-1.07pct。Q4 营收 130.87 亿元、同比-5.8%、环比-14.9%，归母净利润 58.84 亿元、同比+12.3%、环比-0.7%。
- 规模保持高速扩张，息差较为稳健。全年利息净收入 375.21 亿元、同比+14.8%、占比 64.8%。生息资产平均余额 1.8 万亿、同比+25.5%。期末贷款余额 1.05 万亿、同比+21.2%、占比 45.3%。零售贷款同比+17.4%，对公贷款同比+21.7%，票据贴现同比+37.3%。Q4 生息资产规模增加 954 亿元，贷款增加 228 亿元，其中对公贷款增加 264 亿元、零售贷款增加 177 亿元、票据贴现减少 212 亿元。全年净息差 2.02%、同比-0.19pct，公司实行存款分类管理，有效管控存款成本，净息差降幅小。规模高增下资本略有承压，核心一级、一级、资本充足率分别-41BP、-56BP、-26BP 至 9.75%、10.71%、15.18%。
- 非息收入 203.58 亿元、同比+1.4%、占比 35.2%。其中手续费及佣金收入 74.66 亿元、同比-9.6%，主因债市及资本市场波动，财富业务收入减少。投资收益 128.43 亿元、同比+3.4%。
- 资产质量保持良好：不良贷款 78.46 亿元、同比+18.5%。不良率 0.75%、同比-2BP，关注率 0.58%，同比+10BP。拨备覆盖率 504.9%、同比-20.62pct。信用减值损失 104.31 亿元、同比-15.7%。
- 投资建议：公司 22 年加大人员配置及科技投入使得成本收入比略升 34BP，预计公司后续科技投入还

会持续，我们上调了 2023-25 年的成本收入比假设，并将盈利预测下调 2.9%、2.3%、2.1%。2023E P/B 1.02x，处近 5 年低位。考虑到公司规模增长快、资产质量好、息差稳健，维持“买入-A”。

- 风险提示：信贷扩张不及预期，资产质量恶化，资本市场波动加剧等。

【固定收益】煤炭：煤炭债季度复盘-一季度赎回潮影响降低，关注山西债务期限结构变化

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 市场回顾：
- 一级市场：一季度新发煤炭债等级下沉、期限缩短，23 年三季度为偿债高峰。2023 年一季度煤炭债迎来到期小高峰，新发行同时大幅提升，虽然净融资额仍为负值，但缺口大幅收窄。其中，煤炭债新发行 673 亿元，偿还 834 亿元，净融资-161 亿元，环比升 293 亿元。一季度新发煤炭债以 AAA 为主，YY 投资级占比较多，中短期居多，山西国企占比 60%。取消发行规模较小。2023 年三季度为偿债高峰。
- 二级市场：赎回潮影响降低，煤炭信用利差和超额利差大幅收窄，期限利差走扩。考虑到当前煤炭行业基本面持续改善，煤企偿债能力增强，当季无违约。本季度广义基金规模企稳后赎回潮影响降低，煤炭债利差持续收窄，季度末基本回到赎回潮前水平。从煤炭债敞口看，信用利差和超额利差收窄幅度分别为 58BP 和 42BP。期限利差角度看，短久期品种率先修复，收益率下行幅度较长久期更大，期限利差走扩。
- 点评与投资建议：
- 赎回潮影响降低，煤炭债度过年内第一次偿债高峰，信用利差回到赎回潮前水平。一季度赎回潮影响持续下降，煤炭债迎来年内第一次偿债小高峰。考虑到偿还债务主要集中在山西国企，尽管新发行期限分布偏短、投机级占比较大，但债务接续顺利。一季度市场交易情绪稳定，市场拥抱短久期品种，煤炭信用利差基本回到赎回潮前水平和期限利差走扩。
- 山西煤炭重组推进速度不及预期，关注对相关主体的债务结构影响。山西本轮专业化重组推进速度慢于预期，市场关注的股权变更、资产划转与对应债务边际等方面虽有序推进，但未完全落地。此外，前期山西省政府相关部门领导、企业管理层频繁变动也可能对本轮国企改革带来潜在不确定性，但省内保兑付意愿明确，无需过度担忧。未来山西煤炭主体偿债压力有望不断降低，可做适当下沉，关注山西相关主体债务期限结构的变化。
- 煤炭债仍具较高配置价值。行业层面来看，2023 年煤炭行业供需两旺，煤企盈利有望维持高位。海外市场新增供给较少，价格年内仍有望冲高。高景气预期背景下，未来煤炭债风险展望基本稳定。当前市场主要交易的风险特征仍集中在其他敞口，煤炭债部分尾部区域风险舆情不能改变整个行业信用基

调，煤炭债仍具备较高配置价值。

➤ 风险提示：

- 赎回潮延续，行业景气度下行，资金面收紧，市场风险偏好变化，发债主体逃废债，山西煤企重组进度不及预期。

【行业评论】20230406 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- 据 InfoLink 最新数据，本周硅料持续降价、硅片价格持平，下游价格微涨。
- **多晶硅：**致密料均价为 202 元/kg，较上周下降 2.7%，连续 5 个周降价。硅料供给增加的趋势较为明确，当前价格下硅料价格仍有下跌空间。我们预计全年硅料产量约 140 万吨，按照 0.26g/W 计算，对应组件规模约 538GW，预计至今年 7、8 月份，硅料价格能降至 150 元/kg 左右。
- **硅片：**150um 的 182mm 单晶硅片均价 6.45 元/片，较上周持平，连续两个周末调价。3 月份以来，由于库存降至低位及高纯石英砂短缺影响有效产能等因素，高品质硅片供应紧缺，硅片价格与硅料价格脱钩。近两周硅料价格持续下行背景下，硅片价格涨价乏力，但单瓦盈利能力持续回升。根据硅业分会数据，4 月份硅片整体供给仍偏紧，其中 N 型硅片出货量占比约在 15%-20%之间。我们预计，坩埚企业及龙头硅片企业，全年的业绩能够有所上调。
- **电池片：**M10 电池片（转换效率 23.0%+）均价为 1.07 元/W，较上周持平；210mm 电池片（转换效率 23.0%+）均价为 1.13 元/W，较上周增长 2.7%。本周 182 电池价格不变，但 210 尺寸电池片价格上涨，再次印证了大尺寸电池片供应相对偏紧。此外，经过了 2022 年的市场教育，今年春节以来，TOPCon 电池需求快速放量，但短期增量供给有限，始终保持一定溢价。预计全年 TOPCon 电池供给约 120GW，率先布局产能的企业将显著受益。
- **组件：**182mm 单面 PERC 组件均价 1.715 元/W，较上周增长 0.3%；182mm 双面 PERC 组件均价 1.735 元/W，较上周增长 0.3%。大尺寸电池片价格上涨带动了组件价格微涨。目前组件端开工率均在 80%以上，部分一体化企业开工率能达到 100%，预计 4 月整体组件排产环比 3 月会有小幅提升。组件排产饱满是下游需求旺盛的体现，二季度随着国内和海外项目陆续动工，组件需求将进一步起量。
- **本周硅料价格下降、硅片及 182 电池片价格持平、210 电池片及组件价格微涨。**当前光伏产业链基本面向好，市场对光伏板块的担忧主要是 2024 年需求增速下滑，但已在股价中充分体现。光伏产业链内公司的估值大多低至 15 倍以下，坚定看好辅材以及新技术方向，建议积极布局。
- 风险提示：光伏装机不及预期

【宏观策略】大盘震荡调整，半导体爆发

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- **走势回顾：**
- **沪指平开，深成指和创业板指低开，开盘震荡上行，尾盘小幅收涨。**截止收盘，沪指报 3312.63 点，涨 0.00%；深成指报 11866.31 点，涨 0.06%；创指报 2426.57 点，涨 0.20%。行业指数涨跌不一，电子(+2.97%)、有色金属(+1.27%)和通信(+1.18%)领涨；传媒(-3.29%)、食品饮料(-1.59%)和计算机(-1.41%)领跌；总体来看，两市个股跌多于涨，超 2900 只个股下跌，超 2000 只个股上涨，成交额上升至 11937 亿元。
- **市场焦点：**
- **A 股人气持续，AI 概念回落，半导体板块爆发。**板块方面，受意大利下线 OpenAI 消息影响，计算机、传媒板块开盘走低，全天下行；房地产、建材板块冲高回落，计算机板块全天振幅较大，尾盘收平；新能源、消费者服务、基础化工板块全天走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回升至 29 家，连板家数 4 家，热点持续性回升，赚钱效应反弹。
- **我们认为，A 股震荡走强的预期不变。**短期内风险事件影响已经逐步消化，美国 3 月 ADP 就业人数远低于预期，海外流动性风险化解，资金回流中国，人民币汇率回升，市场成交量活跃。近期外交进展较多，中国与巴西敲定本币贸易，中东缩减原油产量，推动人民币走强与 A 股资产升值。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据，人工智能和央企改革等领域的关注度。鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与售价数据均回暖，土拍回暖，外贸数据平稳，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。国外银行流动性问题与经济衰退风险遏制了美联储激进加息的预期和政策空间，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。A 股在全球流动性风险下显露韧性，市场正在震荡修复中，AI 概念回落后，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（医药医疗、高端制造、通信和养殖等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、AIGC 概念和新能源等）有望持续收获较优表现。
- **风险提示：全球经济衰退风险，美联储加息超预期，疫情持续超预期**

值周研究员：

平海庆 执业登记编码：S0760511010003 电话：010-83496341 邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

李召麒 执业登记编码：S0760521050001 电话：010-83496307 邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

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。本报告清晰准确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，本报告的任何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 6 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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

