

晨会纪要

数据日期: 2023-03-29	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3240.05	11579.91	4006.14	12281.15	2896.69	1062.13
涨跌幅度(%)	-0.16	0.13	0.16	0.07	0.00	2.26
成交金额(亿元)	4055.42	5755.50	2638.66	2172.58	2547.17	872.70

晨会主题

【重点推荐】

医思健康(02138.HK) 深度报告:立足大湾区市场,打造一站式美丽健康服务龙头

酒鬼酒(000799.SZ) 深度报告:馥郁香型白酒龙头,内参和酒鬼全国化稳扎稳打

【常规内容】

宏观与策略

策略深度:策略深度研究-宏观对冲基金逆势投资寻踪

行业与公司

神火股份(000933.SZ) 财报点评:资产质量夯实,煤铝业务迎来业绩释放期

南钢股份(600282.SH) 财报点评:产品结构升级,四元一链布局丰富

华住集团-S(01179.HK) 海外公司财报点评:2022年业绩承压,2023年开局良好期待新成长

呷哺呷哺(00520.HK) 财报点评:业绩符合预期,期待管理调整带来的经营端改善

南方航空(600029.SH) 财报点评:2022全年亏损在所难免,2023年业绩反转在即

顺丰控股(002352.SZ) 财报点评:22Q4经营表现稳定,23年业绩弹性可期

三旺通信(688618.SH) 财报点评:从工业通信产品向AI平台布局,把握工业互联网高景气发展

光威复材(300699.SZ) 财报点评:多层次产品巩固成长性,23Q1订单波动影响短期业绩

康冠科技(001308.SZ) 财报点评:22年净利润同比增长64%,多款创新类显示产品放量

粤水电(002060.SZ) 财报点评:工程基本盘扎实,发电装机规模快速提升

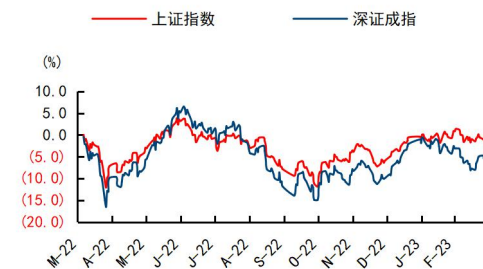
宇通客车(600066.SH) 财报点评:海外销售业务持续兑现,单四季度归母净利润增长78%

国联证券(601456.SH) 财报点评:财富管理初结硕果

阿里巴巴-SW(09988.HK) 海外公司快评:改组事件点评:权责下放激发组织活力,子业务可独立上市催化估值提升

邮储银行(601658.SH) 公司快评:定增改善股权结构,提升信贷投放能力

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 03月30日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	20192.4	2.06

基金指数 03月30日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3040.49	-0.01
股票基金指数	10868.03	-0.29
混合基金指数	10076.64	-0.25

汇率 03月30日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	0.42
美元兑人民币	6.87	-0.12
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	130.9	-0.49

非流通股解禁 03月30日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
品茗股份	68.00	2.39	2023-03-30
中国船舶	202912.09	100.00	2023-03-30
和林微纳	100.00	1.81	2023-03-30
上海莱士	176616.58	99.86	2023-03-30
艾隆科技	96.50	2.96	2023-03-29
欧菲光	35369.77	99.11	2023-03-29
奥泰生物	44.88	1.56	2023-03-27
腾景科技	161.75	3.29	2023-03-27

无锡银行(600908.SH) 财报点评:资产质量持续优化,业绩高增

金融工程

金融工程周报:私募基金周报-上周股票多头私募收益中位数 0.98%, 百亿私募调研聚焦餐饮、汽车板块

金融工程日报:半导体板块走强,沪指日线 4 连跌

【重点推荐】

◆ 医思健康(02138.HK) 深度报告:立足大湾区市场,打造一站式美丽健康服务龙头

公司立足中国香港辐射粤港澳大湾区,提供医美+医疗+宠物医疗的一站式服务。公司2005年主营医美服务起家,后续通过收购相继进入医疗服务/宠物医疗行业,目前已成为中国香港最大的私营医疗、医美服务提供商。2023上半年财年营收中,医疗服务占比62%,美学医疗及美容养生占比32%,区域上92%收入来自中国香港,4.8%来自中国(不含港澳台)。截至2022年9月底拥有104家医疗机构、38家医美及美容机构、12家兽医及其他机构。

美丽健康需求广阔,市场格局积极向好。中国香港私营医疗需求持续增长,2011财年至2019财年,私营单位(医院+门诊)医疗卫生经常性支出复合增速8.51%。同时在规管趋严下头部连锁集团有望扩大市场份额。中国香港医美市场规模稳步增长,以产品的丰富性、医师的口碑吸引着大量医疗旅游客户,随着疫后客流复苏有望重回快速成长。同时中国(不含港澳台)医美市场仍处快速成长期,并且合规化逐步推动集中度提升。

补强型并购强化综合竞争力,数字化能力深化各业务协同。公司一方面,积极横向并购扩大医疗专科数量,另一方面纵向整合在产品合作、成本优化方面赋能公司发展。在此过程中,公司立足数字化为核心打造的数据共享、运营协同能力,实现了1+1>2的成效,客户数量5年复合增速22.7%,复购率达到90%,跨品牌消费客户占比2022财年达到27.5%,有效实现协同引流。优异的经营能力也增加了公司并购中的议价能力,过去几年公司医疗服务并购平均估值仅10xPE左右。

推行大客户战略合作,构建医疗保健生态系统。公司对外与保险、地产等行业龙头开展战略合作,将大量的公域客户资源引入医思健康医疗体系,实现高效的获客和绑定。典型案例包括与AXA安盛共同设立专属医疗中心“AXA安盛医疗中心”,与地产商共建医疗级别专用大厦等。

估值及投资建议:短期而言,公司有望受益后疫情时期的本地消费复苏,以及中国香港全面通关后旅游医疗客流恢复。中长期看,公司持续以外延扩张+内生增长的方式提升市场份额,以及推进集团业务协同以进一步提升盈利能力。我们预计公司2023-2025财年分别取得归母净利润1.97/3.4/4.36亿港元,通过分部估值法,给予公司合理估值7.2-7.8港元/股,首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示:消费服务不及预期;并购后的经营管理不善;市场竞争环境恶化;商誉减值风险;医疗人才流失风险

证券分析师: 张峻豪(S0980517070001)、柳旭(S0980522120001)

◆ 酒鬼酒(000799.SZ) 深度报告:馥郁香型白酒龙头,内参和酒鬼全国化稳扎稳打

馥郁香型白酒始创者,香型差异化优势明显,中粮入主后发展步伐稳健。酒鬼酒发源于湘西,始创馥郁香型白酒,内参、酒鬼、湘泉是其三大产品系列;差异化香型、历史高端名酒基因和文化名酒定位铸就了品牌的核心竞争力。2000-2015年公司因股东和管理层几度更迭经营动荡;2015年中粮集团入主,管理层稳定后逐步革除发展弊病,助推公司重回发展快车道。2015-2021年公司营收和利润CAGR分别为28%/39%。2022年公司因疫情影响和前期扩张较快销售承压;但及时调整战略,以促动销为核心,渠道基本盘不断夯实。

消费升级和次高端及以上白酒价格带扩容为公司发展提供良好的外部条件。考虑白酒社交文化需求和消费升级趋势不减,我们测算2022年白酒次高端价格带的市场规模为1357亿元,未来3年将保持15%左右增速。公司以经济较发达的白酒消费大省湖南为基,有望凭借一定的品牌和渠道优势在省内深耕并向外拓展,享受价格带扩容红利,在未定的次高端酒格局中分一杯羹。

产品上,内参发力高端稳步推进全国化,酒鬼发力次高端稳健放量。内参和酒鬼系列是公司核心增长点,2018-2021年收入CAGR为62%/34%,2021年收入占比合计86%。1)内参依托名酒基因、品牌积淀、大股东资源支持,具备高端化和全国化基础。2018年底内参销售公司建立和品牌独立运作带来新突破,目前消费基础渐夯实。2)酒鬼系列近年不断精简产品、推进迭代升级,向上卡位次高端市场,重点打造

红坛、传承等大单品，已步入稳健放量阶段。

全国化进程稳步推进，湘冀鲁豫推进深度下沉，北上广等地强化圈层营销。公司以华中为大本营，推进全国化。1) 公司在湖南省内对标其他区域龙头酒企有较大深耕空间，目前湖南白酒市场规模约 200 亿元而公司市占率不足 10%，我们测算 2021-2025 年公司省内参和酒鬼系列营收 CAGR 有望达 21%。2) 公司在省外更多局部优势市场的打造和放量是重要增长点，近年借助香型差异化、股东资源、独特内参模式、高渠道利润、大商力量拓展市场。冀鲁豫是核心战略市场和优势市场，华东华南是潜力市场。

盈利预测与估值：考虑疫情对全国化开拓有较大影响，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 3.41/4.31/5.49 元（前值 3.55/4.74/6.26 元，下调幅度约 4%/9%/12%），PE 为 38/30/23x。结合多估值方法，我们预计公司合理估值为 151-172 元，较目前股价约 18%-35%溢价空间，维持买入评级。

风险提示：宏观经济波动；疫情动态变化；行业竞争加剧；白酒需求不及预期；产品结构升级不及预期；全国化扩张不及预期；食品安全风险等。

证券分析师： 陈青青（S0980520110001）、李依琳（S0980521070002）

【常规内容】

宏观与策略

◆ 策略深度：策略深度研究-宏观对冲基金逆势投资寻踪

宏观对冲基金抗跌能力强，在美股大跌期间录得较优回报：本文选取六只代表性主打宏观对冲策略基金产品，并计算其在 2022 年 6-9 月美股大跌期间的回报，结果显示代表性宏观对冲基金产品均优于股票大盘。此外，本文选取 1998 年以来美股走势最差和走势最好的五个季度，比较在此阶段全球宏观对冲基金与美股的收益。在美股极端走低时，宏观对冲指数在多数季度甚至可以录得正回报，说明宏观对冲策略抗跌能力较强；在美股表现最好的五个季度，宏观对冲指数收益虽然不及美股，但也没有出现大幅损失，即宏观对冲基金指数无论在牛市还是熊市表现都很稳定，抗跌能力尤其突出。

为了寻找 2022 年极端的“债股双杀”行情下穿越周期的投资经验，本文筛选出代表性的宏观对冲基金产品：（1）本文汇总分析了 2022 年全球排名前 20 的对冲基金经理代表性宏观对冲产品，根据其投资策略与宏观因素的相关性，筛选出 Aristeia Capital、Arosa Capital Management、Electron Capital Partners、Impactive Capital Lp、Peconic Partners、SIR Capital Management、SRS Investment Management 等七家基金作为泛宏观对冲策略代表性基金。（2）宏观对冲基金覆盖资产多元化，录得高于基准指数的回报，在经济下行环境下具有极大韧性；（3）以 Wellington Management、AQR Capital Management 和 Man Group 为例，基金持仓行业集中度不高，且自成立以来持仓结构稳定，投资组合极具多元化。

基于投资方向，本文筛选出七家投资理念与宏观对冲策略相关性较强的基金公司，并对基金经理和代表性基金产品进行了梳理分析：（1）经济下行环境下，多数基金产品在极端行情下录得正回报；（2）多数基金的持仓敞口较为分散；（3）2022 年下半年，泛宏观对冲基金调仓胜率较高，半数调仓胜率超过 70%；（4）七家泛宏观对冲基金的 Top20 重仓股的加权 3 年累计回报率均超过 70%，Top50 重仓股的加权 5 年累计回报率均超过 50%。综合来看，泛宏观对冲基金的中长期回报较优。

本文对代表性宏观对冲基金公司和产品策略框架进行了梳理，通过对代表性泛宏观对冲基金的投资框架进行分析，本文总结出泛宏观对冲基金将宏观因素纳入资产配置流程的三种方式：（1）根据宏观经济的周期运行框架，采用风险平价等策略对冲不同经济情况下的收益风险；（2）采用定量分析方法，利用大量的数据、分析和技术工具来进行投资决策的同时，将一系列的宏观指标纳入分析过程，或通过主观裁量的定性方法将宏观趋势因素纳入投资组合的构建流程中；（3）采用多策略或多元投资方法，在全球范围内广泛构建投资，借助各类资产及地域发展的异质性，将宏观因素带来的风险分散化。

风险提示：海外地缘冲突问题尚未缓解，美联储货币政策不确定性等。

证券分析师： 王开（S0980521030001）

联系人： 占易

行业与公司

◆ 神火股份(000933.SZ) 财报点评:资产质量夯实,煤铝业务迎来业绩释放期

2022年公司业绩同比增长134%。2022实现营收427.04亿元(+23.8%),归母净利润75.71亿元(+133.9%),扣非归母净利润77.71亿元(+122.6%),经营性净现金流140.61亿元(+24.47%)。其中2022Q4单季营收105.7亿元(+9.7%),归母净利润17.16亿元(+83.6%),扣非归母净利润17.75亿元(+41.3%)。

公司业绩增长主因煤炭涨价及计提减值减少。2022年公司销售毛利润134亿元,比2021年增加11亿元。其中电解铝版块毛利润减少8亿元,煤炭版块毛利润增加14亿元。煤炭版块量价齐增,2022年公司煤炭销量675万吨,比2021年增加20万吨,煤炭单吨毛利润773元/吨,比2021年增加195元/吨。电解铝版块量增价减,2022年公司电解铝销量162.6万吨,同比增加21.2万吨,单吨毛利润4640元/吨,比2021年下降1190元/吨。2021年公司曾计提资产减值损失和信用减值损失共计36亿元,2022年公司计提资产减值损失仅0.2亿元。因此2022年营业利润比2021年大增55亿元。

盈利能力极强的电解铝头部标的。公司电解铝产能170万吨/年(新疆煤电80万吨/年,云南神火90万吨/年)、装机容量2000MW、阳极炭块产能56万吨/年、铝箔8万吨/年。公司电解铝业务盈利能力在业内遥遥领先,2022年新疆神火电解铝单吨盈利达到2829元/吨,新疆炭素生产的预焙阳极单吨净利达到1578元/吨。

风险提示:产能释放低于预期,氧化铝价格大幅上行风险。

投资建议:维持“买入”评级

我们假设2023-2025年铝现货价格为20000元/吨,氧化铝价格为2925元/吨,预焙阳极价格为6500元/吨,云南用电含税价格为0.41元/度,新疆神火发电成本0.236元/度,河南无烟煤价格1800元/吨,预计2023-2025年收入428/435/440亿元,同比增速0.2/1.6/1.1%,归母净利润77.43/80.41/82.99亿元,同比增速2.3/3.8/3.2%;摊薄EPS分别为3.44/3.57/3.69元,当前股价对应PE分别为5.1/4.9/4.7x。公司是国内电解铝头部企业,产能布局合理,电解铝生产成本受煤价波动影响小,公司主营产品电解铝和煤炭均将迎来产量释放期,在电解铝和煤炭行业高景气周期中受益显著,同时加码布局高端铝箔,发力下游加工,维持“买入”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、焦方冉(S0980522080003)

◆ 南钢股份(600282.SH) 财报点评:产品结构升级,四元一链布局丰富

业绩回落,高附加值产品是亮点。2022年,面对行业需求下滑、原材料价格高位运行等不利因素影响,公司持续推进极致降本、精益生产,深化产品结构升级,盈利在行业内保持相对优势。公司实现营业收入706.67亿元,同比下降7.69%,归母净利润21.61亿元,同比下降48.59%。四季度单季实现营业收入180.22亿元,环比上涨1.49%,归母净利润0.85亿元,环比下降85.54%。此外,公司计划向全体股东每10股派发现金红利2.5元(含税),合计拟派发现金红利15.41亿元(含税)。

产品结构升级,先进钢铁材料具备成本传导能力。近年来,公司持续加大研发投入,深耕厚板优势,并加强特钢长材研发,高附加值产品量价齐升。2022年,公司研发费用达23.11亿元。拳头产品销量放量,全年先进钢铁材料实现销量206.58万吨,同比增长14.06%。综合平均销售价格6525元/吨,同比增长10.5%,对应毛利为1036元/吨,与2021年持平。

应用领域均衡,船舶与海工用钢表现突出。公司产品覆盖船舶与海工、汽车轴承弹簧、基础设施、工程机械与轨交等多行业,可有效弱化下游单一行业周期波动带来的负面影响。2022年,受高炉大修和炉役检修影响,公司钢材产量下降5.37%至984.43万吨,但受益船舶与海工用钢领域相对景气以及公司产品优势,销量提升43.32万吨至158.80万吨。

四元一链布局丰富,围绕主业打造多个利润增长点。近年来,公司围绕钢铁产业链积极拓展生态,相关

成果逐步显现。在产业链延伸方面，公司海外年产 650 万吨焦炭项目建设工作有序推进，2022 年实现焦炭销量 29.79 万吨，净利润 0.21 亿元。在多元产业运营方面，2022 年公司完成柏中环境收购。柏中环境是一家水务环境领域的综合服务商，2022 年实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 12.89%。

风险提示：需求端出现超预期下滑；产量管控力度不及预期；原材料价格波动超预期；项目建设进度不及预期；间接控股股东拟变更。

投资建议：公司是老牌中厚板龙头企业，特钢长材快速发展，焦炭项目有序推进。考虑到钢铁行业经营压力仍存，我们下调了业绩预测，预计公司 2023-2025 年收入 783.6/840.8/873.3（原预测 829.8/888.8/-）亿元，同比增速 10.9%/7.3%/3.9%，归母净利润 29.7/30.7/32.7（原预测 38.2/42.6/-）亿元，同比增速 37.2%/3.5%/6.6%；摊薄 EPS 为 0.48/0.50/0.53 元，当前股价对应 PE 为 7.9/7.7/7.2x，维持“增持”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、冯思宇（S0980519070001）

◆ 华住集团-S(01179.HK) 海外公司财报点评:2022 年业绩承压，2023 年开局良好期待新成长

2022 年国内承压业绩增亏，海外业务复苏同比减亏。2022 年，公司营收 139 亿元/+8.4%，归母净亏损 18.2 亿元/增亏 13.4 亿元，经调归母业绩净亏 13.75 亿元/2021 年亏 2.6 亿。国内经调亏损 9.7 亿元/同比转亏，主因疫情扰动承压&汇兑损失 6 亿+影响；海外净亏损 4 亿元/同比减亏 2 亿，复苏加速。单四季度收入增速接近指引上限，国内业务略增亏。2022Q4 公司实现收入 37 亿元/+10.7%（近此前指引 7-11%上限），其中国内收入-0.7%，海外 DH 收入+65.9%。经调整 EBITDA 3.98 亿元，同比增长 40%+，剔除 Q4 汇兑损益及减值等影响，Q4 国内可比经调整 EBITDA 仍增长 14.3%。Q4 归母净亏 1.2 亿元/同比减亏 3.4 亿元，经调整归母亏损 2.55 亿元/略增亏 0.3 亿。国内略增亏；海外 DH 净亏损 0.4 亿元/同比持平，收入复苏后补贴相应减少所致。

Q4 国内酒店 RevPAR 恢复领先行业，精益增长下门店稳定增长。2022Q4，公司国内酒店 RevPAR 恢复至 2019Q4 的 83%（ADR+3.6%，OCC-16.0pct）；全年 RevPAR 恢复 80%，同店 RevPAR 恢复 69%。境外酒店 Q4 RevPAR+67%，恢复至 110%，全年 RevPAR+96%。Q4 华住新开店 250 家（国内 244 家），关店 109 家；2022 年新开 1257 家，净增 713 家，精益增长下稳定增长。2022 年底，公司在 17 个国家经营 8543 家酒店，809,478 间在营客房，储备店 2580 家。

2023 年指引：新开店 1400 家，全年收入同比增 42%-46%，估算国内整体 RevPAR 有望较 2019 年恢复 110-115%。2023 年公司预计门店新开约 1400 间，关店 600-650 间酒店，高于 2022 年实际开店，但与 2020、2021 年新开基本相当，显示公司精益增长策略下稳步扩张思路。公司预计 2023Q1 收入较 2022 年 Q1 增长 61%-65%，其中国内同比增长 53%-57%；预计 2023 年收入同增 42%-46%，其中国内业务同比增长 46%-50%，估算较 2019 年增 39-43%；对应国内酒店整体 RevPAR 有望较 2019 年恢复 110-115%，全年复苏可期。

厉兵秣马三年，公司积极迎复苏。一是门店扩容与升级迎更强复苏弹性。与 2019 年底相比，公司 2022 年底国内酒店客房量增加 46%，中高端占比提升 6pct，软品牌和汉庭 1.0 占比从此前的 25%+降至 13.4%。鉴于此，公司 RevPAR 复苏领跑行业，2022.12-2023.2 分别恢复至疫前约 91%、96%、140%。二是组织升级，成本费用优化。公司 2022 年实现本地化管理，成立了六大区域分公司，助力全国渗透和高质量运营，全年总部人工精简约 15%，并积极争取租金减少 3 亿元，未来海外利润率优化持续推进。三是融资等强化资金储备：2023 年 1 月，公司完成了约 3 亿美金的美国预托股份发售，2023 年 3 月，公司清空所持有的雅高股份回笼资金约 3 亿欧元，有望助力后续发展。

投资建议：复苏弹性可期，上调评级至“买入”。根据年初复苏表现和全年指引，上调 23-25 年归母业绩至 25.8/36.8/44.6 亿元（此前 23-24 年 17.7/28.2 亿元）；上调 23-25 年经调整业绩为 25.8/36.8/44.5 亿元（此前 23-24 年 18.7/29.1 亿元），23-25 年 PE41/29/24x。公司系酒店业翘楚，门店扩张、产品升级、组织和效率优化下，全面复苏业绩弹性可期，若 23 年 RevPAR 恢复 115%，乐观业绩有望达 28-30 亿。参考公司过往 RevPAR 上升周期估值和业绩弹性，2017-2019 年 PE 中值 38x，给予华住 2024 年 35-38xPE 估值，未来 6-12 月目标市值 1467-1593 亿港元，较现价 22%-32%空间，上调评级至“买入”。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险，收购整合及商誉减值，中概股等风险。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 杨玉莹

◆ 呷哺呷哺(00520.HK) 财报点评:业绩符合预期，期待管理调整带来的经营端改善

2022 财年净亏损 3.31 亿元，符合业绩预告指引。2022 财年，公司收入 47.25 亿元/-23.1%；净亏损 3.31 亿元，去年同期亏损 2.83 亿元，符合盈利预警指引；归母净亏损 3.53 亿元，去年同期亏损 2.93 亿元（22/21 财年计提关店损失 0.60/2.27 亿元）。2022H2，公司收入 25.68 亿元/-17.2%；净亏损 0.53 亿元，去年同期亏损 2.78 亿元；归母净亏损 0.74 亿元，去年同期亏损 2.43 亿元（22H2/21H2 计提减值损失 0.10/1.31 亿元）。

分品牌，呷哺品牌收入 22.86 亿元/-35.1%，收入占比 48.4%/-9.0pct，分部经营业绩-1.93 亿元（2022 年同期+3408 万元）；湊湊收入 22.06 亿元/-6.3%，收入占比 46.7%/+8.4pct，分部经营业绩-7110 万元（22 年同期+7122 万）；其他收入 2.33 亿元/-13.3%，湊湊收入贡献持续提升。

开关店：呷哺关店近尾声，湊湊加大下沉力度。2022 财年，公司新开 41 家呷哺/44 家湊湊/1 家趁烧，关闭 81 家呷哺/3 家湊湊，2022 年底合计运营 801 家呷哺、224 家湊湊及 1 家趁烧。分城市来看，呷哺 1-3 线占比为 37.6%/36.5%/26.0%，同比 -0.9%/+0.5%/+0.4pct；湊湊品牌 1-3 线及海外占比 36.2%/56.3%/2.7%/4.9%，同比 -3.2%/+2.2%/+0.5%/+0.5pct。

客单价提升，但翻台率/同店表现承压。客单价方面，2022 财年，呷哺客单价 63.9 元/+1.4 元，1-3 线城市客单价同比+2.3/+0.4/+1.1 元；湊湊客单价 150.9 元/+10.3 元，1-3 线及海外城市客单价同比+5.5/+7.3/+4.7/+28.4 元，系疫情下团购业务占比提升带动。翻座率方面，2022 财年，呷哺/湊湊翻座（台）率 2.0/1.9 次，同比 -0.3/-0.6 次。同店数据方面，2022 财年，呷哺同店销售-23.0%，湊湊同店销售-22.0%。

员工&租金占比提升，2022H2 费用管控初现成效。2022 财年，原材料成本占比 38.1%/持平；员工成本占比 32.9%/+3.1pct；租金折摊占比 25.7%/+3.7pct，人工及折摊占比上升系收入端下降所致。2022H2，公司原材料成本 38.4%/-0.5pct；员工成本 31.1%/+2.0pct；物业租金及折旧摊销占比 23.7%/+1.8pct，期内各项成本占比管控初现成效。

储值促销致短期毛利率承压，三大品牌开店重新提速。公司 2022 年 12 月 17 日推出储值优惠活动，赠送代金券于 2023 年 3 月底到期，短期毛利率面临下行压力。2023 年，呷哺计划新开/关闭 120/29 家，其中上海&广东开店比例不低于 50%；湊湊预计 2023 年境内地区新开/关闭 74/13 家；新品牌趁烧计划新开 20 家门店。此外海外新开 26 家门店，湊湊占比居多。

风险提示：疫情反复，门店扩张不及预期，食品安全风险，行业竞争加剧

投资建议：2023 年 1-2 月呷哺同店恢复至往年 136%/107%，3 月销售达成率为 107%，展现出不俗的复苏面貌；但湊湊 1-2 月同店恢复约 103%/90%，3 月销售达成率 95%，其中 2-3 月表现逊于预期，我们认为湊湊内部管理调整效果尚未完全体现，仍需时间观察。综合考虑储值促销的毛利影响以及品牌分部复苏&拓店节奏，我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 74.40/89.46/106.60 亿元，归母业绩分别为 3.21/4.47/6.16 亿元（原预测为 3.21/6.66/-亿元，基于湊湊品牌远期扩张的不确定性，暂下调 24 年盈利预测），同比增速为 191%/39%/38%，对应 PE 为 19/13/10x，维持“增持”评级，期待管理改善带来经营端的实际落地效果。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 白晓琦

◆ 南方航空(600029.SH) 财报点评:2022 全年亏损在所难免，2023 年业绩反转在即

南方航空披露 2022 年年报。2022 全年营收 870.6 亿元（-14.4%），归母净利润-326.8 亿元，其中四季度单季营收 169.0 亿元（-27.1%），归母净利润-151.0 亿元。整体来看，全年因疫情、油价、汇率多因素影响，全年显著亏损在所难免，其中四季度所得税影响较大，经营亏损符合预期。

疫情影响客流下滑，营收下降。2022 年疫情影响贯穿全年，公司旅客运输量 6264 万，同比降 36.4%，

相比 2019 年降 58.7%，RPK1021 亿，同比降 33.0%，相比 2019 年降 64.2%，客座率 66.35%，同比降 4.90pct，相比 2019 年降 16.46pct，尽管客公里收益显著提升 18.4%，且货邮表现亮眼，贡献 209 亿营收，但由于客运量表现弱势，公司整体营收依然出现下滑。

航油价格全年高位带来成本压力，四季度所得税费较高，全年亏损符合预期。2022 年国际油价整体处于高位，航司航油成本高企，在运投显著不及 21 年同期的基础上，航油成本依然提高 28.1%至 326.7 亿，带来显著成本压力，叠加航空公司固定成本占比较高，且汇率贬值，公司经营承压。全年来看，由于民航业整体遭遇需求、油价、汇率三杀，全年显著亏损符合预期。单看四季度，公司在税前亏损 109 亿的基础上，计提 46.5 亿所得税费，造成亏损幅度加大，但与此相对应，公司未计入递延税资产的可抵扣亏损提高至 433.5 亿，为未来业绩积攒弹性。

继续看好民航供需反转方向，公司业绩有望迅速回升

我们继续看好民航业供需反转的大方向，2020-2022 年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期，国际地区航线航班量也在持续增长，客流不断恢复。伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势，公司业绩有望迅速回升。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到相比于前次报告，防疫政策优化时点早于预期，民航业复苏节奏提前，且油价有所下降，因此上调盈利预测，自-57.2 亿、75.1 亿，分别上调 2023-2024 年盈利预测至 23.4 亿、154.8 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司盈利 212.9 亿，维持“买入”评级。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、曾凡喆（S0980521030003）

◆ 顺丰控股(002352.SZ) 财报点评:22Q4 经营表现稳定，23 年业绩弹性可期

2022 年四季度公司经营稳定，扣非净利同比基本持平。公司 2022 年全年实现营业收入 2674.9 亿元（同比增长 29.1%），归母归母净利润 61.7 亿元（同比增长 44.6%），扣非归母净利润 53.4 亿元（同比增长 191%）；公司 22 年四季度实现营业收入 683.4 亿元（同比下降 4.2%），扣非归母净利润 14.7 亿元（同比下降 1.9%）。在去年四季度国内疫情影响以及国际运价波动的背景下，公司四季度业绩表现已属稳健。

四季度嘉里物流并表错期及增长承压，导致顺丰 Q4 收入增速下滑明显，但盈利能力表现稳健。四季度顺丰收入同比增速下滑至-4.2%，主要是因为嘉里物流于 21Q4 开始并表，且 22Q4 嘉里物流自身的收入增长也受到国际贸易需求及运价波动的负面影响。在四季度疫情影响的背景下，公司坚持稳健经营的基调以及精益经营的举措，22Q4 毛利率维持稳定（22 年 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 12.3%、12.8%、12.2%、12.7%）。从 2022 年全年来看，公司盈利实现了大幅修复，主要得益于：1）快递产品的结构得到优化（特惠件产品已于去年 7 月正式下线）；2）快运、同城等亏损新业务拓展速度明显放缓、盈利能力提升明显（快运业务 22 年实现扭亏为盈，同城业务 22 年实现大幅减亏）；3）在成本端，精益化资源规划与成本管控的成果稳固，四网融通 2022 年实现了约 8.5 亿元的成本节约；4）自 21 年第四季度起合并嘉里物流的业绩。

资本开支收缩明显，看好时效快递增速的修复以及鄂州机场的发展潜力。2022 年公司资本开支为 142 亿元，同比下降 26%，资本开支的收入占比下降有利于盈利能力提升，预计 2023 年资本开支的收入占比将继续下降。2022 年时效快递增长受到疫情拖累，我们认为 2023 年受益于宏观经济和消费复苏，时效快递增速有望明显修复。从中长期角度来看，公司的鄂州机场具有较大的发展潜力，鄂州机场航空转运中心有望于今年下半年投入使用：1）有利于提高时效快递、快运、供应链等业务收入的增速；2）航空网络优化后有利于帮助航空运输成本下降。

风险提示：时效快递增长低于预期；行业竞争恶化。

投资建议：微幅下调盈利预测，维持“买入”评级。

微幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 88.9/117.5/146.2 亿元（23-24 年调整幅度

-4.5%/-9.1%)，分别同比增长 44%/32%/24%。公司长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、罗丹（S0980520060003）

◆ 三旺通信(688618.SH) 财报点评:从工业通信产品向 AI 平台布局，把握工业互联网高景气发展

公司 2022 年营收利润均实现高速增长。公司 2022 年实现营收 3.36 亿元（同比+32.2%），实现归母净利润 9608.9 万元（同比+59.0%），实现扣非净利润 7509.3 万元（同比+68.0%）。其中，公司 2022 年 Q4 单季度实现营收 1.16 亿元（同比+41%），归母净利润 3438.6 万元（同比+87%）。

积极把握工业互联网下游行业高景气发展。根据 IDC 数据，中国工业互联网解决方案市场规模由 2021 年的 19.8 亿美元增长到 2025 年的 56.1 亿美元，5 年 CAGR 为 29.6%。公司作为工业互联网解决方案供应商，下游工业智造领域受益 5G+工业互联网商业模式逐步成熟，工信部规划 2025 年 5G 工厂超 10000 个（目前为 4000 多个）；智能煤矿数在 2022 年由 242 个增长到 572 个，煤矿井下机器人从 19 种增加到 31 种，工业网络应用广泛；传统电网信息化、光伏、风电行业高速增长，对配套网络运维管理系统踢出配套需求。公司 22 年在智慧能源、工业互联网行业实现营业收入同比增长 56.48%/99.23%。

持续加大研发创新，业务由网络产品向 AI 平台拓展。22 年公司加大在时间敏感网络、组态化边缘 AI、HaaS、超大功率 POE 等技术和产品的开发，部分新产品已规模应用。同时，公司荣获 22 年中国新一代人工智能发展战略研究院与深圳市人工智能产业协会联合颁发的“AI 天马·领军企业”名号。基于边缘侧 AI 处理及 AI 平台解决方案能有效满足下游各领域智能化场景需求。公司 22 年研发投入费用同比增长 7%。

上海新基地即将投产，股权激励 3 年营收翻番目标稳步落地。公司 23 年 1 月 16 日完成股权激励授予，以 22 年营收为基数计算，23-25 年营收增长率目标值分别为 30%/70%/100%。公司 2020 年底上市募集资金主要用于上海新基地建设，2023 年上海新基地建成将投产运行。上海基地将与深圳基地形成双基地辐射，有助于打开公司华东和华北市场，同时将为公司贡献超过 3 亿产值。在双基地协同下，公司 3 年营收翻番目标落实有保障。

风险提示：新技术研发进展不及预期；上游原材料供应紧缺；行业竞争加剧。

投资建议：看好公司受益工业互联网行业景气发展，同时国产替代空间较大，维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.48/2.20/3.14 亿元（同比增速 53.7%/49.1%/42.8%），当前股价对应 PE 分别为 38/26/18x，维持“买入”评级。

证券分析师：马成龙（S0980518100002）

联系人：袁文翀

◆ 光威复材(300699.SZ) 财报点评:多层次产品巩固成长性，23Q1 订单波动影响短期业绩

全年业绩稳健增长，23Q1 订单交付有所波动。2022 年公司实现营收 25.11 亿元，同比-3.69%，归母净利润 9.34 亿元，同比+23.2%，扣非归母净利 8.74 亿元，同比+22.72%，EPS 为 1.80 元/股，基本与此前业绩快报相符，并拟 10 转 6 派 7 元（含税）。同时，公司预告 2023Q1 实现营收 5.39 亿元，同比-9%，其中碳纤维（含织物）3.25 亿元，同比-15%，碳梁 1.08 亿元，同比-24%，主因定型纤维交付波动和碳梁订单减少所致，归母净利润 1.6-1.7 亿元，同比下降 18%-23%。

非定型纤维贡献快速增长，碳梁、预浸料盈利能力提升。2022 年碳纤维、碳梁、预浸料三大业务贡献收入 93.48%，其中：1) 碳纤维及织物收入 13.86 亿元，同比+8.7%，占比 55.21%，毛利率 66.31%，同比-3.74pp，其中定型纤维受再次降价影响经营利润占比从 64.5%下降到 51.1%，对比降价前 2020 年价格，2021 和 2022 因降价分别减少收入 2.31/4.46 亿元，影响净利润合计 5.76 亿元；非定型纤维收入 5.65 亿元，同比+51.9%，主因 T700/T800/MJ 系列贡献，其中 T700S/T800S 实现收入 2.83 亿元，主要受益气瓶、航空航天等应用快速增长。2) 碳梁收入 6.62 亿元，同比-18.12%，占比 26.34%，毛利率 24.81%，同比+9.74pct，收入减少主因 Q4 海外客户订单调整。3) 预浸料收入 3.00 亿元，同比-16.60%，占比 11.93%，毛利率 36.38%，同比+8.23pct，尽管上年同期风电预浸料阶段性订单影响导致收入同比下降，但受益高

端增量业务拉动,盈利能力显著提升。此外,复合材料/精密机械/光晟科技分别实现收入 0.81/0.49/0.25 亿元。

风险提示:下游需求应用不及预期;原材料涨价超预期;项目投产不及预期

投资建议:多层次产品巩固成长性,产能建设加快推进,维持“买入”评级

公司作为我国少数实现碳纤维全产业链布局的领军企业,产品技术储备充足。目前,CCF700G 碳纤维已通过装机评审,开始在航空装备上实现批量应用,新一代航空用 T800H 碳纤维产业化生产线等同性验证工作有序推进;同时产能建设加快推进,内蒙一期年产 4000 吨碳纤维项目 24 个建筑单体全部竣工,正在进行设备安装,高性能碳纤维产业化项目在建 30 吨/年 M55J 系列产能,预计 23 年内试生产。随着新项目产能释放及新产品贡献,多业务增长曲线互补提升抗风险能力,业绩持续增长可期,考虑到碳梁订单影响,小幅下调 23-24 年盈利预测,预计 23-25 年 EPS 为 2.16/2.69/3.15 元/股(此前 23-24 年 2.22/2.79 元/股),对应 PE 为 25.1/20.3/17.3 x,维持“买入”评级。

证券分析师: 陈颖(S0980518090002)、冯梦琪(S0980521040002)

◆ 康冠科技(001308.SZ) 财报点评:22 年净利润同比增长 64%,多款创新类显示产品放量

2022 年营收同比下降 2.5%,归母净利润同比增长 64.2%。公司 2022 年营收 115.87 亿元(YoY -2.5%),归母净利润 15.16 亿元(YoY +64.2%);其中 4Q22 营收 25.05 亿元(YoY -27.6%),归母净利润 3.69 亿元(YoY +7.0%)。2022 年公司智能交互平板、智能电视销售量增长,营收同比下滑主要系 LCD 面板等核心原材料降价,公司产品销售价格同步下降所致。2022 年公司净利润大幅增长,得益于:1)LCD 面板大幅降价,毛利率同比提升;2)多款创新类显示产品逐步放量;3)获得汇兑收益 1.85 亿元;4)获得政府补助 1.25 亿元。

面板跌价及产品结构优化带动 22 年毛利率同比提升 5.76pct。公司 22 年毛利率 21.13%(YoY +5.76pct),其中 4Q22 毛利率 27.12%(YoY +5.76pct, QoQ +7.82pct);22 年核心原材料 LCD 面板持续跌价,叠加毛利率较高的智能交互显示产品营收占比提升,公司毛利率同比大幅提升。此外,公司营收以外销为主,22 年在人民币贬值的影响下形成 1.85 亿元汇兑收益,财务费用率同比下降 1.93pct 至 -1.79%,期间费用率同比下降 0.17pct 至 7.18%。

22 年公司智能交互平板 ODM 出货量全球第一,海外新兴市场需求崛起。22 年公司智能交互显示产品营收 46.41 亿元(YoY +3.3%),占比 40.1%(YoY +2.3pct),毛利率 28.3%(YoY +8.8pct);根据 DISCIEN 数据,22 年公司智能交互平板在生产制造型供应商中的出货量排名全球第一。22 年公司智能电视营收 55.23 亿元(YoY -2.1%),占比 47.7%(YoY +0.2pct),毛利率 17.5%(YoY +5.4pct);海外市场智能电视需求逐步由小尺寸向大尺寸转化,22 年公司 50 英寸及以上大尺寸智能电视销量 206.45 万台(YoY +102.80%)。

人工智能推动办公、教育、生活场景数字化,公司相关智能显示终端受益。ChatGPT 催生办公场景数字化热潮,接入 AI 大语言模型的智能交互平板有望陆续面世,进一步推进企业、教育场景数字化趋势。此外,公司是 FUTURE、小度添添智能健身镜的 ODM 供应商,同时通过自有品牌 KTC、FPD 发布移动随心屏、智能美妆镜、双面屏等创新显示产品,未来在人工智能的加持下,公司相关智能显示终端的应用场景将进一步拓宽。

投资建议:我们看好海外交互智能平板的增长潜力,同时看好公司各类智能显示终端在 AI 应用场景的加持下实现销量增长。我们预计公司 23-25 年营收同比增长 21.1%/19.0%/16.7%至 140.31/166.99/194.94 亿元,归母净利润同比增长 2.2%/21.2%/18.5%至 15.49/18.78/22.26 亿元,对应 PE 分别为 13.6/11.2/9.5 倍,维持“买入”评级。

风险提示:上游原材料价格波动,下游需求不及预期,行业竞争加剧。

证券分析师: 胡剑(S0980521080001)、胡慧(S0980521080002)、周靖翔(S0980522100001)、李梓澎(S0980522090001)、叶子(S0980522100003)

联系人: 詹浏洋

◆ 粤水电(002060.SZ) 财报点评:工程基本盘扎实,发电装机规模快速提升

工程施工基本盘扎实,2022 年营收增长 17.7%,归母净利增长 19.2%。公司 2022 年全年实现营业收入 169.0 亿元,同比增长 17.7%,实现归母净利润 3.9 亿元,同比增长 19.2%,保持快速增长态势。分业务看,公司工程施工业务营收增长 20.9%,发电业务营收增长 5.5%,受益于基建投资高景气,公司工程施工业务支撑整体收入实现高增长。

在手订单充足,工程施工收入持续增长有保障。截止 2022 年底,公司已签约未完工工程施工项目施工金额 363 亿元,已中标尚未签约工程施工项目施工金额 35 亿元,2022 年 4 季度在手订单增加 127 亿元,订单保障倍数(年末在手订单/全年工程营收)由 244%上升至 286%,反映公司当前在手工程订单储备充足,工程施工收入持续增长无虞。

发电装机规模加速提升,打造公司发展第二增长极。截止 2022 年底,公司发电业务总并网装机规模为 2035MW,截至年报发布日(2023 年 3 月 29 日),总并网装机规模为 2120MW。公司在手框架协议涉及装机规模超过 10GW,后续随着项目审批和可研工作持续推进,公司在未来 1-2 年有望落地大批新能源发电项目,2023 年公司计划清洁能源投产装机 3200MW。

补贴退坡上网电价有所下降,总体发电收入增长趋势不改。2022 年公司上网电量 37.73 亿千瓦时,同比增长 7.4%,平均上网电价由 0.543 元/千瓦时下降至 0.473 元/千瓦时。但 2022 年下半年并网项目在 2023 年集中贡献发电量,2023 年新装机容量有望继续高增,公司整体发电量仍保持快速增长趋势,发电收入持续增长具有高确定性。

建工集团资产划转完成,工程主业得以强化。2023 年 1 月 6 日,公司完成建工集团资产过户和工商变更登记,新增股份于 2023 年 2 月 13 日在深圳证券交易所上市交易。公司整合建工集团一方面将大幅提升资产规模,整合客户资源和供应商资源,公司工程施工业务毛利率有望得到提升。

投资建议:维持盈利预测,维持“增持”评级。预测公司 2023-2025 年营收增速为 13.2%/10.0%/9.1%,净利润增速为 22.7%/15.2%/15.1%,对应 EPS 为 0.40/0.46/0.53 元,对应市盈率为 21.2/17.8/15.6。考虑到 2023 年建工集团资产完成过户,预计估值水平有所下降,调整 2023 年合理估值区间为 7.75-8.89 元,维持“增持”评级。

风险提示:发电项目框架协议落地不及预期,经营区域相对集中的风险,融资成本上升风险,定增募集配套资金失败风险。

证券分析师: 任鹤(S0980520040006)

联系人: 朱家琪

◆ 宇通客车(600066.SH) 财报点评:海外销售业务持续兑现,单四季度归母净利润增长 78%

2022 年境外销量同比+16%,22Q4 归母净利润同比+78%。2022 年宇通实现营收 217.99 亿元,同比-6.17%;归母净利润 7.59 亿元,同比+23.68%,扣非 2.50 亿元,同比-16.84%,分季度看,22Q4 实现营收 86.85 亿元,同比+14.72%,归母 6.28 亿元,同比+78.41%,扣非 5.61 亿元,同比+63.90%;分销量看,公司 22 年客车销量 3.02 万辆,同比-27.80%(出口 5683 辆,同比+15.60%),22Q4 销量 1.12 万辆,其中大中客占比 82.49%,环比+9.55pct;2022 年公司新能源客车销量 1.24 万辆(对应新能源车销售收入 106.60 亿元,同比+16.08%),同比-1.25%,公司业绩增长主要得益于 1) 22 年加强价格管控+订单风险管理,提振国内订单毛利率,2) 海外订单集中释放增厚 Q4 利润。

毛利率持续修复,22Q4 单车利润环比+111%。22 年公司客车产品毛利率 22.61%,同比+4.32pct,主要系 1) 国内毛利率修复 4.27pct 至 20.40%;2) 高毛利(30.03%)海外销售业务营收占比提升;22Q4 公司销售毛利率 26.05%,同环比+4.88pct/+1.89pct;22 年公司单车营收为 61.1 万元,同比+28.87%,其中新能源单车营收 85.9 万元,同比+17.55%;22Q4 公司单车营收 77.3 万元,同环比+21%/+18%(单车净利润 5.6 万元,同环比+88%/+111%);公司重视研发,22 年研发费率 7.77%(投入智能网联及自动驾驶技术等),同比+1.05pct,22 年公司管理/销售/财务费率分别为 3.88%/7.52%/-0.36%,同比+0.03/+0.22/+0.16pct;22Q4 公司净利率 7.23%,同环比+2.58/+3.20pct。

全球大中客龙头，有望迎来周期与成长共振。1) 国内：随国内新能源透支效应消化叠加经济回暖，客车行业被抑制的需求有望陆续释放；房车有望带来额外增长（国内房车保有量距欧美日具较大提升空间）；2) 出口：公司作为全球大中客车行业龙头，产品+服务屡获认可，出口业务近年来充分受益于海外新能源客车升级（海外客车行业销量是国内近 2 倍）。宇通实现在“一带一路”沿线 115 个国家客车出口（2 月斩获沙特阿拉伯 550 辆客车订单；3 月乌兹别克斯坦 800 辆客车订单首批交付），有望充分受益于“一带一路”深化和推进，有望推动宇通订单产品结构和盈利水平持续改善。

风险提示：补贴持续退坡、行业复苏不达预期、汇率波动影响盈利。

投资建议：全球大中客龙头，维持“买入”评级。我们小幅调整盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利润 12.4/17.8/22.2 亿元（原 12.3/17.5/21.9 亿元），对应 PE 为 19/13/11 倍，公司实力强劲，具备整车、技术、方案输出能力，有望充分受益于行业复苏+出海配套，叠加未来智能化商业模式落地，公司有望保持长期竞争力，维持“买入”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）

◆ 国联证券(601456.SH) 财报点评:财富管理初结硕果

国联证券公布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 26.23 亿元，同比下滑 11.59%；实现归母净利润 7.67 亿元，同比下降 13.66%。2022 年公司加权平均净资产收益率为 4.62%，同比减少 2.65 个百分点。基本每股收益为 0.27 元/股，同比下降 25%。

基金投顾规模逆势向上。因权益市场波动，公司代理买卖证券业务净收入为 4.26 亿元，同比下降 13.84%；股票、基金代理买卖证券交易额市场占有率为 0.49%，与 2021 年基本持平。截至报告期末，公司客户总数为 158.38 万户，同比增长 14.30%。公司基金投顾面向苏南地区高净值客户（大 C），加大与区域中小银行（小 B）联动，基金投顾业务签约总户数达 24.03 万户，基金投顾签约资产规模达 68.80 亿元。

投行短期微降，长期受益于区域证券化水平提升。2022 年，公司实现投行业务收入 4.77 亿元，同比下降 6.29%。华英证券全年完成 IPO 项目 3 单，承销金额较去年增长 2.5 倍，财务顾问项目（不含新三板）数量同比提升 10.42%，此外，公司另有过会项目 4 单，申报在审项目 2 单，辅导项目 13 单。

投资跟随市场，股权衍生品进军第一梯队。2022 年，受到市场整体下行影响，公司实现投资业务收入 11.58 亿元，同比下降 16.93%，主要由于处置金融工具产生的投资收益减少。股权衍生品业务方面，根据中证协 2022 年公布的证券公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入情况，公司位列行业第 10，高于整体资本排名，体现在机构业务上潜力。

资管板块持续整合。2022 年，公司实现资产管理业务收入 1.94 亿元，同比增长 37.59%。在全行业总体资产管理规模下滑 10%环境下，公司资产管理规模同比基本持平（总体规模突破千亿），表明主动管理优势较强。截至报告期末，公司资产管理业务受托资金为 1020.48 亿元。公司竞拍中海基金体现大资管整合雄心，有望于投顾业务实现协同。

风险提示：市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

投资建议：我们预测 2023-2025 年公司净利润分别为 10.34 亿元、14.11 亿元、18.50 亿元，同比增长 34.7%/36.5%/31.2%，当前股价对应的 PE 为 29.7/21.8/16.6x，PB 为 1.7/1.6/1.5x。公司是小而美的特色券商，具有独特的区位优势，财富管理特色鲜明，管理层具有前瞻性的战略眼光，小券商，大能量。2023 年 3 月，公司大股东无锡国联发展集团收购民生证券 30% 股权，我们看好在大股东规划下，后续国联证券和民生证券在投资银行、机构业务、财富管理等条线产生的协同效应，我们维持国联证券“买入”评级。

证券分析师：戴丹苗（S0980520040003）、王剑（S0980518070002）

◆ 阿里巴巴-SW(09988.HK) 海外公司快评:改组事件点评:权责下放激发组织活力，子业务可独立上市催化估值提升

3 月 28 日，阿里巴巴（9988.HK）宣布组织变革，构建“1+6+N”的组织结构，在阿里巴巴集团之下，设

立阿里云智能、淘宝天猫商业、本地生活、国际数字商业、菜鸟、大文娱等六大业务集团和多家业务公司，实行各业务集团和业务公司董事会领导下的 CEO 负责制，对各自经营结果负总责，未来具备条件的业务集团和公司，都有独立融资和上市的可能。

国信互联网观点：1) 基本面看，改组后权责下放将缩短决策链条，激发组织活力。目前阿里集团稳定盈利业务只有核心商业（国内电商）和云业务，其他业务均依靠电商和云业务提供支持。未来六大业务集团将对各自经营结果负总责，意味着各子业务集团和业务公司将更注重投入产出比，减少资源浪费，预计未来阿里在国内电商、本地生活等竞争中灵活性和反应速度将有所提升，改组政策后续执行和落实情况有待持续跟踪。2) 各业务均可分拆上市对阿里集团估值有正向催化作用。此前市场对阿里巴巴的估值主要集中在中国商业和云业务，其他业务少估或不估，据张勇全员信，改组后各个业务均有独立融资和上市的可能性，我们认为市场会对公司各版块估值倍数有一定上修。3) 投资建议：改组激发组织活力、促进各版块估值提升，上调为“买入”评级。目前阿里巴巴隐含 2024 财年中国商业调整后 EBITA* (1-t) 约 5.5x（上调国际商业、菜鸟、本地生活和数字媒体娱乐的估值倍数后），此前国内电商竞争加剧，阿里估值较低；我们维持公司 2023-2025 财年收入预测与盈利预测，受阿里组织变革责权下放影响，预计未来各个子业务的积极性和决策灵活性均有提升，各业务独立融资上市的可能性催化集团整体估值提升，上调目标价至 136-144 港币，上调幅度 8%/7%，据当前上涨空间 44%/52%，上调为“买入”评级。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

◆ 邮储银行(601658.SH) 公司快评:定增改善股权结构，提升信贷投放能力

公司公告：邮储银行发布《非公开发行 A 股股票发行情况报告书》，截至 2023 年 3 月 22 日止，邮储银行非公开发行 A 股股票 67.77 亿股，发行价格为 6.64 元/股，募集资金总额为人民币 450 亿元，由中国移动集团以现金方式全额认购。根据中国证监会、中国银保监会及上交所的相关规定，中国移动集团所认购的本次非公开发行的股份自取得股权之日起 5 年内不得转让。

总体观点：我们认为邮储银行定增将充实公司资本，增强其服务实体经济的能力，并有助于保持其长期成长能力。公司定增完成后股本将小幅变化，我们据此对盈利预测的每股指标进行修正，预计公司 2022-2024 年归母净利润 870/989/1114 亿元，同比增速 14.3/13.6/12.7%；全面摊薄 EPS 为 0.82/0.94/1.07 元；当前股价对应 PE 为 5.6/4.9/4.3x，PB 为 0.6/0.6/0.5x，维持“买入”评级。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、田维韦（S0980520030002）

◆ 无锡银行(600908.SH) 财报点评:资产质量持续优化，业绩高增

归母净利润高增 26.65%。公司此前已披露业绩快报。公司 2022 年实现营收 44.80 亿元，同比增长 3.01%，增速较前三季度下降 3.61 个百分点；实现归母净利润 20.01 亿元，同比增长 26.65%，增速较三季报提升近 6 个百分点。公司 2022 年加权平均净资产收益率 13.01%，同比回升 1.60 个百分点。

净息差收窄拖累净利息收入，公司降低信用减值计提，净利润实现高增。2022 年净利息收入同比下降 0.5%，非息收入同比增长 17.4%。净利息收入下降主要受净息差同比大幅收窄拖累，2022 年公司净息差 1.81%，同比收窄 14bps，较上半年收窄 4bps，主要受 LPR 下调贷款重定价以及信贷荒下贷款利率下行影响。因此，考虑到资产质量持续优化，公司降低了拨备计提力度，2022 年信用减值损失同比下降了 36.4%，全年归母净利润高增 26.6%。

规模扩张放缓，存贷款比重有所提升。期末公司总资产 2115 亿元，同比增长 4.85%，总贷款 1286 亿元，同比增长 9.17%；总负债 1921 亿元，同比增长 3.36%，总存款 1727 亿元，同比增长 10.14%，存贷款比重进一步提升。2022 年经济面临较大下行压力，信贷需求较为疲软，其中对公贷款和个人贷款较年初分别增长了 7.4%和 6.6%。因此 2022 年新增贷款中 30.1%投向了票据贴现，期末票据贴现余额占比为 12.6%。

加大核销处置力度，不良双降。测算的不良生成率为 0.35%，同比有所提升但仍处在低位。期末不良贷款率 0.81%，较年初下降 12bps，较 9 月末下降 5bps，不良余额较 9 月末下降了 5.3%。主要是公司加大了核销处置力度，2022 年公司核销规模 4.83 亿元，同比多增 3.92 亿元。期末关注率 0.31%，较 6 月末

提升 5bps，逾期率 0.76%，较 6 月末下降了 13bps，资产质量稳中向好。受益于不良余额下降，期末拨备覆盖率 553%，较年初提升 76 个百分点，较 9 月末提升 14 个百分点。

投资建议：2022 年经济下行压力较大，公司信贷投放和净息差受到一定冲击。伴随经济企稳复苏，信贷需求将逐步复苏。公司资产质量持续优化。我们维持 2023-2025 年归母净利润 23.0/26.1/29.8 亿元，同比增速 14.7%/13.8%/13.9%；摊薄 EPS 为 1.07/1.21/1.38 元；当前股价对应 PE 为 5.0/4.4/3.9，PB 为 0.60/0.54/0.49x，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响；金融政策发生重大不利变化。

证券分析师：田维伟（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

金融工程

◆ 金融工程周报：私募基金周报-上周股票多头私募收益中位数 0.98%，百亿私募调研聚焦 餐饮、汽车板块

私募证券投资基金市场动态

截至 2023 年 2 月末，存续私募证券投资基金 95737 只，存续规模 5.64 万亿元，环比增长 0.37%；存续私募证券投资基金管理人 8606 家，较上月增加 11 家，环比增长 0.13%。

2023 年 2 月，新备案私募证券投资基金 1877 只，占新备案基金数量的 80.18%，新备案规模 278.19 亿元，环比增长 82.77%；2023 年 2 月，在基金业协会资产管理业务综合报送平台办理通过的私募证券投资基金管理人共 18 家。

私募基金数量分布

截至 2023 年 3 月 29 日，私募排排网数据库中登记有 75143 只运行中的私募证券投资产品，按策略分类占比最高的为股票多头、复合策略、股票多头，产品数量分别为 35400、6979、4717。

私募基金分策略周度收益

统计上周（2023 年 3 月 20 日至 3 月 24 日，下同）股票多头、股票多空、股票市场中性策略周度收益率中位数分别为 0.98%、0.55%、0.20%。

上周指数增强策略分类下各子策略表现统计如下：沪深 300 指增、中证 500 指增、中证 1000 指增策略周度超额收益率中位数分别为 0.04%、-0.16%、0.44%。

上周管理期货 CTA 分类下各子策略表现统计如下：主观趋势 CTA、主观套利 CTA、主观多策略 CTA 周度收益率中位数分别为 0.20%、0.31%、0.16%；量化趋势 CTA、量化套利 CTA、量化多策略 CTA 周度收益率中位数分别为 0.59%、0.10%、0.25%。

上周债券策略分类下各子策略表现统计如下：纯债策略、债券增强、债券复合策略周度收益率中位数分别为 0.19%、0.25%、0.20%。

上周多资产策略分类下各子策略表现统计如下：宏观策略、套利策略、复合策略周度收益率中位数分别为 0.67%、0.24%、0.63%。

其他策略私募产品上周收益情况统计如下：定增打新、转债交易策略、FOF 策略周度收益率中位数分别为 0.68%、1.17%、0.70%。

百亿私募管理人上市公司调研动向

按中信一级行业，上周（2023 年 3 月 18 日至 3 月 24 日）百亿私募管理人调研最多的行业为食品饮料、汽车、计算机，周度调研机构家数分别达 26、26、20 家。

从个股层面来看，上周最受百亿私募管理人调研关注的个股为劲仔食品、中材科技、华懋科技，周内分别受到 12、10、10 家百亿私募机构调研。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。本报告整理自历史数据，不构成投资建议。产品历史业绩不代表未来收益。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、邹璐（S0980516080005）

◆ 金融工程日报:半导体板块走强，沪指日线 4 连跌

市场表现：今日（20230329）规模指数中沪深 300 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。电子、食品饮料、汽车、消费者服务、家电行业表现较好，建筑、农林牧渔、石油石化、综合、国防军工行业表现较差。光模块（CPO）、长江存储、半导体硅片、半导体设备、光通信等概念表现较好，CRO、大基建央企、大豆、鸡产业、丙烯等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 23 只股票涨停，有 6 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.24%，昨日跌停股票今日收盘收益为-1.41%。今日封板率 46%，较前日下降 16%，连板率 16%，较前日提升 9%。

市场资金流向：截止 20230328 两融余额为 16115 亿元，其中融资余额 15170 亿元，融券余额 945 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 8.5%。20230329 北向合计净流入 43.2 亿元。

折溢价：20230328 当日 ETF 溢价较多的是游戏沪港深 ETF，ETF 折价较多的是互联网 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 29 亿元，20230328 当日大宗交易成交金额为 26 亿元，近半年以来平均折价率 5.42%，当日折价率为 6.20%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.65%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-0.07%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.55%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.29%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 1.17%，处于近一年来 54%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 1.11%，处于近一年来 58%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化升水率为 0.16%，处于近一年来 69%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 0.06%，处于近一年来 45%分位点；

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是多氟多、卓创资讯、良品铺子、剑桥科技、康冠科技、伟星股份、安科生物、厦门象屿等，多氟多被 117 家机构调研。20230329 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是安徽合力、创业黑马、三变科技、金海通、鸿博股份、朗科科技、德明利、中毅达、新亚电子、挖金客等，机构专用席位净流出较多的股票是中国长城、华锦股份、荣盛石化、兆龙互连、苏能股份、中国科传、石基信息、光正眼科、通达股份、C 未来等。陆股通净流入较多的股票是中国长城、华锦股份、中国科传、安徽合力、岱美股份、中毅达等，陆股通净流出较多的股票是荣盛石化、四川长虹、石基信息、道恩股份、安道麦 A、合众思壮等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 刘璐

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	437.10	0.43	ICE 布伦特原油	78.65	0.67
白银	5207.00	0.69	铜	69490.00	-0.11
铝	18665.00	0.32	铅	15265.00	-0.81
豆一	5385.00	-0.51	锌	22770.00	0.50
豆粕	3547.00	1.19	镍	184630.00	1.93
玉米	2758.00	0.54	锡	206640.00	1.03
螺纹钢	4120.00	0.70	SR305	6238.00	1.06

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2022/10/31	10月PMI(%)	92.0	92.3	98.2	中国物流与采购联合会
2022/10/31	10月PPI(%)	-2.5	0.64	17.89	PPI
2022/10/31	10月CPI(%)	100.1	100.8	102.1	国家统计局
2022/10/31	10月狭义货币(M1)同比(%)	0.05	0.06	0.02	中国人民银行
2022/10/31	10月狭义货币(M2)同比(%)	0.11	0.12	0.08	中国人民银行
2022/10/31	10月新增人民币贷款(亿元)	4431.0	25686.0	7752.0	中国人民银行
2022/10/31	10月贸易顺差总额(亿美元)	84940.49	84048.99	84856.9	国家商务部
2022/10/31	10月固定资产投资累计同比(%)	0.05	0.01	0.06	国家统计局
2022/10/31	10月工业增加值(%)	0.05	0.06	0.03	国家信息中心
2022/10/31	10月社会消费品零售总额_同比(%)	0.05	0.05	0.06	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
688109.SH	品茗股份	68.00	2668.39	2.39	2023-03-30
600150.SH	中国船舶	202912.09	447242.87	100.00	2023-03-30
688661.SH	和林微纳	100.00	2600.00	1.81	2023-03-30
002252.SZ	上海莱士	176616.58	673844.55	99.86	2023-03-30
688329.SH	艾隆科技	96.50	4566.35	2.96	2023-03-29
002456.SZ	欧菲光	35369.77	325910.32	99.11	2023-03-29
688597.SH	煜邦电力	660.44	12715.71	11.81	2023-03-27
300791.SZ	仙乐健康	10886.40	17703.39	97.20	2023-03-27
688189.SH	南新制药	4000.00	14000.00	100.00	2023-03-27
300825.SZ	阿尔特	4505.30	31427.90	72.05	2023-03-27
688228.SH	开普云	3756.08	6713.34	100.00	2023-03-27
688195.SH	腾景科技	161.75	8184.00	3.29	2023-03-27
688606.SH	奥泰生物	44.88	2564.50	1.56	2023-03-27
688633.SH	星球石墨	90.91	2393.33	1.82	2023-03-24
600905.SH	三峡能源	500200.00	1357300.00	25.01	2023-03-23
688609.SH	九联科技	500.00	32878.18	2.83	2023-03-23

603221.SH	爱丽家居	17200.00	23272.00	95.93	2023-03-23
300290.SZ	荣科科技	1938.46	62729.62	61.88	2023-03-23
600228.SH	返利科技	29666.88	53798.88	50.97	2023-03-20
002208.SZ	合肥城建	18014.41	80240.12	99.50	2023-03-20
688766.SH	普冉股份	106.36	2067.02	6.39	2023-03-20
688616.SH	西力科技	187.50	5607.00	1.95	2023-03-20
300823.SZ	建科机械	5538.45	9355.90	100.00	2023-03-20
688051.SH	佳华科技	5350.51	7733.40	100.00	2023-03-20
600026.SH	中远海能	60171.91	346669.18	100.00	2023-03-20
688092.SH	爱科科技	73.94	2683.72	2.23	2023-03-20
603259.SH	药明康德	13.79	255760.64	2.25	2023-03-17
002977.SZ	天箭科技	2575.00	5781.25	65.29	2023-03-17
688456.SH	有研粉材	150.00	6440.87	3.68	2023-03-17
688316.SH	青云科技-U	60.00	3560.67	4.81	2023-03-15
002648.SZ	卫星化学	128.94	171821.51	40.98	2023-03-13
688083.SH	中望软件	46.45	3512.18	1.70	2023-03-13
300819.SZ	聚杰微纤	7000.00	9947.00	100.00	2023-03-13
300821.SZ	东岳硅材	78300.00	120000.00	100.00	2023-03-13
300822.SZ	贝仕达克	11400.00	15550.50	96.20	2023-03-13
688667.SH	菱电电控	53.03	2318.30	1.83	2023-03-13
603949.SH	雪龙集团	15734.81	20980.61	100.00	2023-03-10
688087.SH	英科再生	249.43	7145.99	3.89	2023-03-09
688676.SH	金盘科技	212.85	19067.68	0.89	2023-03-09
688328.SH	深科达	101.30	4810.83	2.98	2023-03-09

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	32717.60	0.998171	9.85	10.98	2.12	10.56	31.47
德国 DAX 指数	15328.78	1.233389	25.88	-0.23	8.93	3.43	30.76
法 CAC40 指数	7186.99	1.391722	0.78	-1.11	9.33	5.81	39.05
恒生指数	20192.40	2.060941	3.06	2.05	2.28	-7.91	81.20
沪深 300 指数	4006.14	0.165800	0.16	-1.55	3.87	-3.09	57.38
美国 SP500 指数	4027.81	1.423726	2.30	1.45	4.63	-13.03	37.90
纳斯达克综合指数	11926.24	1.793774	2.19	4.10	13.82	-18.42	49.00
日经 225 指数	27883.78	1.328318	1.51	1.59	6.86	-1.30	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	400.1800	1.9307	95797.60	688111.SH	金山办公	450.0000	12.2167	70439.17
2	601138.SH	工业富联	16.1600	-1.7629	79315.90	601138.SH	工业富联	16.1600	-1.7629	64203.63
3	600519.SH	贵州茅台	1790.0000	0.4602	78170.41	600900.SH	长江电力	20.7200	2.6759	63608.08
4	600900.SH	长江电力	20.7200	2.6759	73762.43	000977.SZ	浪潮信息	36.7100	2.5419	51471.62
5	002371.SZ	北方华创	271.8700	9.9175	69013.60	002594.SZ	比亚迪	247.7000	1.0979	48880.11
6	002594.SZ	比亚迪	247.7000	1.0979	47053.33	300033.SZ	同花顺	176.3300	-1.4916	46619.34

7	300339.SZ	润和软件	25.5600	-2.9981	43137.00	300750.SZ	宁德时代	400.1800	1.9307	41784.37
8	000858.SZ	五粮液	195.2800	1.4442	40645.05	601318.SH	中国平安	45.4200	-1.0026	39464.92
9	601318.SH	中国平安	45.4200	-1.0026	36554.13	002371.SZ	北方华创	271.8700	9.9175	38975.87
10	000977.SZ	浪潮信息	36.7100	2.5419	35022.96	002236.SZ	大华股份	21.3600	0.5650	36022.85

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1024.HK	快手-W	56.2500	0.01534296	22955.09	0700.HK	腾讯控股	384.8000	0.01745108	262765.90
2	0941.HK	中国移动	62.0000	-0.00241352	24494.81	3690.HK	美团-W	140.0000	0.04011887	221137.80
3	9626.HK	哔哩哔哩-W	192.3000	0.00839014	25691.74	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	48155.72
4	0388.HK	香港交易所	343.6000	0.02751196	31366.53	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	45348.97
5	3888.HK	金山软件	40.1000	0.03350515	39803.90	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	44645.41
6	1398.HK	工商银行	4.2900	0.01418440	45868.17	0981.HK	中芯国际	17.8600	0.01018100	37660.07
7	0981.HK	中芯国际	17.8600	0.01018100	50765.01	0883.HK	中国海洋石油	11.7400	0.02443281	28247.18
8	0883.HK	中国海洋石油	11.7400	0.02443281	52088.22	3888.HK	金山软件	40.1000	0.03350515	26404.72
9	3690.HK	美团-W	140.0000	0.04011887	292475.95	1024.HK	快手-W	56.2500	0.01534296	23137.78
10	0700.HK	腾讯控股	384.8000	0.01745108	381288.03	0941.HK	中国移动	62.0000	-0.00241352	18606.75

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032