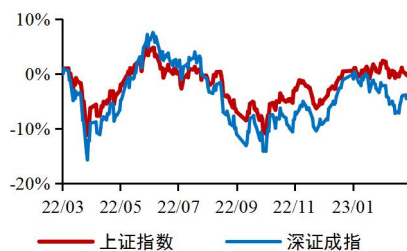


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 30 日 星期四

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	3,240.06	-0.16
深证成指	11,579.91	0.13
沪深 300	4,006.14	0.17
中小板指	7,659.75	0.51
创业板指	2,371.19	0.09
科创 50	1,062.14	2.26

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,717.60	1.00
纳斯达克综合	11,926.24	1.79
标普 500	4,027.81	1.42
巴黎 CAC40	7,186.99	1.39
德国法兰克福 DAX	15,328.78	1.23
日经 225	27,883.78	1.33
恒生指数	20,192.40	2.06

资料来源：最闻

【今日要点】

【公司评论】申洲国际(02313.HK)：申洲国际公司快报-预计 23H1 订单压力犹存，期待下半年经营稳步改善

【公司评论】圣农发展(002299.SZ)：圣农发展 2022 年报点评-2022 年筑底，2023 年有望进一步趋好

【山证新股】广立微 2022 年报点评：“WAT 设备+数据分析软件+海外业务”三轮驱动，提升未来业绩确定性

【山证新股】景业智能(688290.SH)年报点评：深耕核工业，“两个扩产建设项目+定增项目”持续提升竞争力

【山证非银】国联证券 2022 年年报点评-资管业务大幅增长，股东协同效应发挥可期

【公司评论】航发控制(000738.SZ)：航发控制（000738.SZ）-航发控制系统龙头，持续受益航发赛道高景气度

【公司评论】鼎际得(603255.SH)：乘 TOPCon 东风，打造纯 POE 龙头

【行业评论】20230329 光伏产业链价格跟踪

【宏观策略】大盘窄幅震荡



【今日要点】

【公司评论】申洲国际(02313.HK): 申洲国际公司快报-预计 23H1 订单压力犹存, 期待下半年经营稳步改善

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司披露 2022 年年度业绩, 2022 年, 公司实现收入 277.81 亿元/+16.5%, 归母净利 45.63 亿元/+35.3%, 基本每股收益 3.04 元/股, 拟派末期股息每股 0.85 港元, 连同中期股息 1.06 港元, 公司 2022 全年派息率为 56.2%。

➤ 事件点评

➤ **22Q4 订单压力致营收小幅下滑, 汇兑收益推升业绩规模。** 营收端, 2022 年, 公司实现收入 277.81 亿元, 同比增长 16.5%, 公司全年收入增长判断主要为: 1) 主要客户在欧美地区订单需求增加; 2) 海外生产基地产能利用率恢复正常水平且新工厂产能持续扩充, 但国内宁波生产基地全年两次半个月时间的局部停产, 对公司可用产能造成负面影响; 3) 产品的平均销售单价因成本上涨和美元升值影响有所上升。其中 22Q1-Q4 公司分别实现营收 56.0、74.1、77.8、64.1 亿元, 同比增长 4.1%、23.7%、29.7%、-0.9%。量价拆分看, 2022 年公司美元均价增长 5%, 人民币均价增长 8.5%, 销售数量增长 8.0%。净利端, 2022 年, 公司实现归母净利润 45.63 亿元, 同比增长 35.3%, 其中 22H1、22H2 分别实现归母净利润 23.67、21.96 亿元, 同比增长 6.3%、91.6%, 业绩增长主要由汇兑收益(2022 年公司税前利润为 52.62 亿元, 剔除汇兑收益 9.99 亿元, 2022 年税前利润仍同比增长 10.5%) 拉动。

➤ **2022 年运动、休闲服饰收入快速增长, 口罩产品收入规模下降。** 分产品看, 2022 年, 运动服饰、休闲服饰、内衣服饰、其他针织品分别实现收入 208.70、57.52、8.19、3.41 亿元, 同比增长 18.5%、21.8%、-21.3%、-27.8%, 收入占比为 75.1%、20.7%、3.0%、1.2%。运动服饰增长主要因为来自欧洲和美国市场运动服饰订单需求强劲; 休闲服饰增长主要系日本市场及其它市场休闲服饰采购需求增加、并受到中国市场需求下降影响; 内衣服饰下滑主要为日本市场需求减少。其它针织产品下降主要为口罩类产品收入下降 48.9%至 1.43 亿元, 剔除口罩产品影响, 其它针织品收入同比增长 3.0%。

➤ **海外区域市场销售均实现高速增长, 国内运动品牌客户表现良好。** 分市场看, 2022 年, 中国大陆、欧盟、日本、美国、其它区域分别实现收入 70.74、62.15、39.26、48.73、56.93 亿元, 同比增长-6.5%、31.3%、17.3%、28.1%、29.6%, 收入占比为 25.5%、22.4%、14.1%、17.5%、20.5%。公司来自中国大陆的收入发生下滑, 收入占比同步下降, 主要因国际品牌于中国大陆市场采购需求下降, 但国内品牌销售增加抵消了部分负面影响, 国内合作客户李宁、安踏、特步收入占比提升至 9.8%, 收入增速超过

50%；公司对欧盟、美国、日本区域销售收入均实现增长；其它区域销售增长将近 30%，主要因出口到加拿大、澳大利亚及部分东南亚国家的产品增加。

- **四大核心客户营收占比保持稳定，国内运动品牌业务高增。**分客户看，2022 年，公司四大核心客户收入占比合计下滑 2pct 至 82.0%，耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马分别实现收入 86.31、58.34、48.63、34.66 亿元，同比增长 21.9%、24.1%、-1.4%、3.9%，收入占比分别为 31.1%、21.0%、17.5%、12.5%。另有 lululemon 实现收入 4300 万美元，国内运动品牌客户李宁收入增长超过 80%，国内品牌（李宁、安踏、特步）收入合计占比为 9.8%，收入同比增长超过 50%。
- **22H2 公司毛利率同比实现提升，费用管控保持良好。**盈利能力方面，2022 年，公司毛利率为 22.1%，同比下滑 2.2pct，毛利率下降原因为：1）原材料及能源等生产要素的价格上涨；2）国内产能利用率受到疫情影响、防疫支出增加；3）全球性的需求下降，客户库存压力上升致公司 22H2 产能利用率不足，但公司维持稳定的员工规模。公司 22H1、22H2 毛利率分别为 22.6%、21.6%，同比下滑 7.1、提升 2.2pct。费用端，公司费用率合计下滑 1.3pct 至 8.6%，其中销售、管理、财务费用率分别为 0.7%、7.0%、0.8%，同比变化分别为-0.2pct、-1.3pct、+0.2pct，叠加汇兑收益，综合影响下，2022 年公司净利率同比提升 2.3pct 至 16.4%。存货方面，截至 2022 年末，公司存货为 62.61 亿元，同比下降 5.65%，存货周转天数 109 天，同比减少 7 天。
- **投资建议**
- **2022 年，公司营收规模实现新高，但进入下半年，订单压力对国内产能利用率造成较大负面影响，22H2 销售数量增长放缓，22Q4 营收同比小幅下滑，毛利率复苏受到影响。**展望 23 年，公司预计 23H1 收入有下滑可能，目前国内产能利用率延续 22Q4 水平，但考虑原材料价格回落、疫情因素消退、品牌库存去化推进，毛利率预计稳步回升。公司在疫情期间继续建设海外产能，规模扩充的同时，人效产出继续提升。目前行业正处于触底回升阶段，市场需求正处于修复过程，预计 23H2 开始需求呈逐步回升趋势。中长期看，我们认为公司有望凭借面料成衣纵向一体化布局、新产品研发、优质供应能力等核心优势持续提升在核心客户供应链中的采购份额，以及开发更多优质品牌客户，提升自身经营稳定性。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.36、4.27 和 5.22 元，公司 23、24 年 PE 约 21、16 倍，维持“买入-A”建议。
- **风险提示**
- 国内外市场消费需求恢复不及预期；劳动力成本上升；汇率大幅波动；海外棉花价格上升。

【公司评论】圣农发展(002299.SZ)：圣农发展 2022 年报点评-2022 年筑底，2023 年有望进一步趋好

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2022 年年报。**公司 2022 年实现营业收入 168.17 亿元，同比增长 16.15%，归属净利润 4.11 亿元，同比下降 8.33%，EPS0.33 元，加权平均 ROE4.15%，同比下降 0.46 个百分点。其中，公司 2022 年 Q4 实现营业收入 44.64 亿元，同比增长 11.34%，归属净利润 2.19 亿元，同比增长 174.13%。公司 2022 年业绩基本符合我们此前预期。与此同时，公司披露 2022 年利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。
- **养殖板块盈利前低后高，整体向好。**公司 2022 年养殖板块实现营业收入 104.43 亿元，同比增长 16.97%，毛利率 5.25%，同比上升 0.53 个百分点，鸡肉销量 114.11 万吨，同比增长 8.12%。从 2022 年全年来看，公司养殖板块盈利水平呈现前低后高、整体向好的趋势。2022 年上半年受豆粕等大宗原料价格大幅上涨和下游需求低迷的双重影响，公司鸡肉产品毛利率下滑至 0.51%。进入下半年，随着需求改善和鸡肉价格上涨，养殖板块盈利水平得到较为明显的改善。
- **食品加工稳健增长，C 端进一步突破。**公司 2022 年食品深加工板块实现营业收入 49.90 亿元，同比增长 7.42%，毛利率 17.07%，同比上升 0.45 个百分点，产品销量 23.41 万吨，同比增长 4.25%。公司 2022 年食品 C 端销售额突破 14 亿元，同比增长 64%，成功打造年销售额破亿大单品“嘟嘟翅”、“脆皮炸鸡”，其中大单品“脆皮炸鸡”年销售额突破 2 亿元。与此同时，公司持续完善产品标准，提升产品能见度和渗透率，香煎鸡胸肉、手枪腿、脆皮炸翅等新品呈现持续上量的态势。
- **种鸡业务有望带来新增长点。**公司自有种源“圣泽 901”2022 年销售父母代种鸡雏 655 万套，其中内部销售 510 万套，对外销售 145 万套，父母代种鸡雏在自主国产种源中市场份额占据第一。2022 年江西资溪祖代场完成整体建设，具备 1750 万套父母代种鸡雏的年供种能力。公司的种鸡业务后续有望为公司带来新的收入增长点。
- **展望 2023 年，**我们预计在上游饲料原料价格压力趋缓、行业供需格局改善等因素共同驱动下，公司的经营基本面有望进一步趋好。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年归母净利润 10.26/21.32/26.24 亿元，对应 EPS 为 0.82/1.71/2.11 元，目前股价对应 2023/2024 年 PE 为 30/15 倍，对应 2023 年 PB 估值为 2.9 倍，维持“买入-B”评级。
- 风险提示：畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险。

【山证新股】广立微 2022 年报点评：“WAT 设备+数据分析软件+海外业务”三轮驱动，提升未来业绩确定性

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- **公司发布 2022 年年度报告。**公司 2022 年实现营业收入 3.56 亿元，同比增长 79.48%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比 91.97%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比 104.01%。2022Q4 单季度实现营业收入 1.79 亿元，同比增长 113%，实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 134%。
- **事件点评**
- **设备+软件持续推动收入增加，期间费用率下滑使得利润实现更高增速。**一是，WAT 测试设备及软件收入持续增长：（1）公司以 WAT 测试机为主的硬件销售业务获得主要客户的批量采购订单，实现销售收入较大幅度增长，产品性能得到充分认可和肯定，市场占有率快速提升；（2）公司以 EDA 工具授权和良率提升服务为主的软件销售业务获得原有客户持续复购，新客户拓展取得较大进展，营业收入稳步增长。二是，期间费用率有所下滑，带动利润增速大于营收增速：2022 年销售+管理+研发+财务费用率整体下滑（2022 年 39.3%，2021 年 49.5%），一方面上市募集资金的管理收益使得财务费用有大幅下降，另一方面销售+管理费用率也下降了 3.3pct。
- **WAT 设备呈现产销两旺，未来市占率会持续提升。**公司 WAT 测试设备各项技术指标已经达到或超过海外对标产品，其产品性能被越来越多的客户认可，客户群体快速增加，主要客户已经形成批量采购，新签订单量和设备交付量大幅度上升，WAT 测试设备产品业务快速增长，尤其在高端 WAT 测试机市场已形成一定的竞争优势，呈现产销两旺的良好局面。2022 年销售 51 台（2021 年销售 20 台，同比增长 155%），2022 年生产 67 台（2021 年生产 32 台，同比增长 109%）。2023 年，公司将继续推出通用型测试机产品，进一步提升对 WAT 测试机市场的覆盖广度和深度。随着更多客户的导入以及公司产品的持续升级迭代，公司 WAT 设备的市占率会进一步提升。
- **数据分析软件有望成为未来公司重要的收入增长点。**公司已经推出的数据产品包括通用化分析工具 DE-G、集成电路良率分析与管理系统 DE-YMS、集成电路缺陷管理系统 DE-DMS 等产品。2022 年，公司数据产品在集成电路设计、制造及封测厂商等不同类型的多家企业进行试用并得到高度认可。2023 年，公司将尽快推动数据软件产品由试用转向商务采购的工作，有望形成新的业务爆发点。
- **后疫情时代，海外业务有望起量。**疫情对公司海外市场的 EDA 软件及 WAT 测试设备造成一定影响。目前全球已进入后疫情时期，公司已经开始积极规划海外业务的推广策略和方式，在软件上将以半导体分析通用型分析工具为抓手，打开海外集成电路数据分析之门；在 WAT 测试设备方面，公司自去年已经开始升级优化 WAT 通用机型 T4000，并计划在 2023 年使用该款机型进行海外硬件业务市场的拓展；同时，公司将招募更多的具有国际化经验和管理能力的优秀人才加快新技术、新产品开发，为海外市场的拓展添砖加瓦。未来海外市场将进一步拓宽公司的市场。
- **投资建议**
- **预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 6.38/10.03/17.01 亿元，同比 79.4%、57.2%、69.6%；归母净利润分别为 1.91/3.32/6.15 亿元，同比增长 56.1%、73.8%、85.3%，对应 EPS 为 0.95/1.66/3.08 元。**以 2023 年 3 月 28 日收盘价 103.9 元计算，2023-2025 年 PE 分别为 108.8X/62.6X/33.8X。维持“买入-A”

评级。

➤ 风险提示

- 晶圆厂扩产不及预期；新产品开发不及预期；软件业务进展及客户拓展不及预期。

【山证新股】景业智能(688290.SH)年报点评：深耕核工业，“两个扩产建设项目+定增项目”持续提升竞争力

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司公布 2022 年年度报告。公司 2022 年实现营业收入 4.63 亿元，同比增长 32.9%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 59.2%；实现扣非归母净利润 0.99 亿元，同比增长 49.0%。2022Q4 单季度实现营收 2.4 亿元，同比增长 24.0%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 46%。

➤ 事件点评

- 营收持续稳定增长，核工业机器人 2022 年交付增长较多。公司营业收入持续稳步增长，净利润增速快于营收增速。随着公司业务规模扩大，在手订单按计划顺利完成验收，核工业智能装备、核工业系列机器人、非核专用智能装备 2022 年销量为 162/88/23 套（单价分别为 184.9/132.4/39.9 万元/套，2021 年分别为 194/6/21 套，单价为 156.3/180/67.1 万元/套）。公司产品具有定制化、小批量的特点，交付产品及价格会受到具体订单的影响，总体而言保持了稳步持续增长。另一方面，成本占比有较大下降（2022 年 52.3%，2021 年为 55.4%），期间费用率保持平稳（销售+管理+研发+财务费用率 2022 年 20.1%，2021 年为 20.2%），综合使得归母净利润增速及扣非归母净利润增速大于营收增速。
- 乏燃料后处理空间广阔，公司仍是核工业电随动机械手的独家供应商。我国始终坚持闭式核燃料循环政策，目前我国乏燃料后处理能力严重不足，全国约 90% 累计产生量贮存于电站内乏燃料水池中。以压水堆电站为例，目前在运压水堆核电站已累计产生乏燃料超过 6500tHM，其中约 6000tHM 贮存在堆水池中待处理。据公司招股说明书测算，2021 年至 2035 年中国乏燃料后处理领域智能装备投资额预计为 418 亿元至 1182 亿元，按直线法简单均摊，每年投资额约 28 亿元至 79 亿元。公司产品及服务持续得到客户的认可和肯定，目前公司仍然是国内核工业电随动机械手的独家供应商，核工业机器人及智能装备产品更多地应用于国内核工业建设项目中。
- 落实新的五年发展规划，深耕核工业，积极布局军工。公司制定并落实了新的五年发展规划，实施以一个核心目标、三个关键布局、五个方面升级的“135”战略部署。聚焦主赛道，深耕核工业，布局核能全产业链，围绕智能技术实现第二增长曲线，积极推动核工业机器人及智能装备在全产业链中的创新应用；同时还将立足区域团队建设，积极布局军工板块，为新的业绩增长打下基础。

- **两个扩产建设项目+定增项目提升公司未来竞争力。**公司在杭州滨江募投扩产能项目基础上，新增了杭州富阳滨富合作区扩产能投资建设项目。预计同时在 2024 年底投入使用，投入使用后将新增 11.40 亿元左右的产能。此外，公司拟定增不超过 2.1 亿元，在浙江省海盐县建设高端核技术装备制造基地项目，该项目将提高公司核化工、核技术应用智能装备的生产能力，将实现年产 25 套核技术应用、核化工智能装备的生产能力。同时，项目还将发挥在放射性废液玻璃固化方面的技术优势，形成 300 吨/年玻璃珠供货能力，满足现阶段玻璃固化装备试验及工程应用需要。未来公司将持续覆盖核燃料元件制造、核电站反应堆、放射性废物处理处置等核燃料循环产业其他环节以及核技术应用领域，优化产品结构和市场布局，完善核工业全产业链，进一步提升公司未来竞争力。
- **投资建议**
- **预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 6.90/8.55/11.11 亿元，同比 48.8%、23.9%、30.3%；归母净利润分别为 1.67/2.21/3.06 亿元，同比增长 37.4%、32.5%、38.0%，对应 EPS 为 2.03/2.69/3.71 元。**以 2023 年 3 月 28 日收盘价 80.25 元计算，2023-2025 年 PE 分别为 39.6X/29.9X/21.6X。维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 业务集中于核工业领域及该领域产业政策变化的风险；核工业领域智能化程度不及预期；研发失败及技术更新迭代风险；利润分配预案尚需股东大会审批风险。

【山证非银】国联证券 2022 年年报点评-资管业务大幅增长，股东协同效应发挥可期

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述：**
- 公司发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 26.23 亿元，同比-11.59%，实现归母净利润 7.67 亿元，同比-13.66%，加权平均 ROE 为 4.62%，较上年减少 2.65pct。
- **投资要点：**
- **资管业务收入占比提升，业绩表现相对优势。**2022 年公司营业收入及归母净利润相对行业均表现出一定优势，主要归因于公司资管业务同比大增 37.91%，同时，经纪、投行、投资业务收入下降幅度小于行业，分别实现收入 5.50 亿元、4.77 亿元和 11.59 亿元，同比下滑 9.77%、6.39%和 16.86%。
- **以基金投顾为基础，深化财富管理转型。**公司不断深化财富管理转型，优化资产配置体系，基金投顾业务保有量保持行业前列，截止 2022 年末，签约规模达到 68.80 亿元，代销金额同比增长 27.12%至 581.55 亿元。经纪业务收入中，交易单元席位租赁净收入同比增长 74%至 8181 万元，代买净收入下降 14%至 4.26 亿元，代销收入下降 38%至 4228 万元，基本与行业同步。

- **资管产品结构优化，收入同比增长。**2022 年末公司受托管理规模为 1020 亿元，与 2021 年末基本持平，其中集合类产品占比 11%，公募（含大集合）产品占比 7%，专项产品占比下降 8 个百分点至 28%。全年实现资管业务收入 1.85 亿元，其中，公募收入增长 173%，集合收入增长 35%，带动资管业务收入增长。
- **投资业务超越市场，股衍保持行业前列。**公司权益投资保持较低仓位，抓住部分机遇，实现超越沪深 300 的收益率；固定收入投资丰富投资策略，发展资本中介业务，债券交易量持续增长；股衍收入排名行业第 10 位，场外期权和收益互换存续名义本金稳健增长，全年实现投资业务收入 11.59 亿元，下降 16.86%，幅度远小于行业（前三季度下降 47%）。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司业绩保持相对优势，近期公司控股股东国联集团成功取得民生证券控制权，随着与股东单位外延式地协同效应发挥，看好公司未来发展潜力。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 9.89 亿元、12.29 亿元和 14.25 亿元，增长 28.94%、24.23%、15.97%；PB 分别为 1.59/1.44/1.26，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【公司评论】航发控制(000738.SZ)：航发控制（000738.SZ）-航发控制系统龙头，持续受益航发赛道高景气度

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **航发控制公司发布 2022 年报。**2022 年公司营业收入为 49.42 亿元，同比增长 18.88%；归母净利润为 6.88 亿元，同比上升 41.18%；扣非后归母净利润为 6.02 亿元，同比上升 29.14%；负债合计 35.45 亿元，同比增长 1.48%；货币资金 35.03 亿元，同比增长 22.94%；应收账款 10.88 亿元，同比增长 30.11%；存货 13.64 亿元，同比增长 24.29%。
- **事件点评**
- **聚焦航发控制主业，业绩持续稳健增长。**公司航空发动机及燃气轮机控制系统营收 42.65 亿元，同比增长 20.47%，占总营收的 19.87%。持续加大研发投入，加强技术创新，22 年研发费用 1.85 亿元，同比增长 21.63%。
- **航空发动机控制系统龙头，受益于航发下游旺盛需求，业绩有望持续快速增长。**公司主要产品为航空发动机控制系统及部件，作为国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，在军用航空发动机控制系统方面一直保持领先，与国内各发动机主机单位均有密切合作，全面参与了国内所有在役、在研型号的研制生产任务，是航发控制系统唯一上市标的，具有稀缺性。作为中游分系统供应商，公司受益于

航发下游旺盛需求，业绩有望持续快速增长。

➤ 投资建议

- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.73\0.95\1.23，对应公司 3 月 28 日收盘价 23.87 元，2023-2025 年 PE 分别为 32.8\25.1\19.4，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 新型军机列装不及预期；募投项目进展不及预期；新产品研发不及预期。

【公司评论】鼎际得(603255.SH)：乘 TOPCon 东风，打造纯 POE 龙头

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **TOPCon 技术进入爆发期，提前布局 40 万吨 POE 粒子及 α 烯烃产能。**2023 年 N 型 TOPCon 电池片技术产能快速释放，实际产出有望超 100GW，明后年仍有 300-400GW 的替代空间，这将直接推升 POE 胶粒需求高速增长。据 CPIA 预测，2023 年 POE 及 EPE 胶膜的市场份额合计约 29%，根据我们测算，2023 年对应 POE 粒子的需求为 47.8 万吨，同比增长超 2 倍。目前，我国 POE 粒子全部依赖进口，国内尚未有公司大规模量产。鼎际得已公告投资 POE 新材料项目，包含 40 万吨/年 POE 联合装置，30 万吨/年 α -烯烃装置等，在目前产品价格情况下，该项目投产后有望释放巨大的利润空间。
- **专业的高分子材料催化剂和化学助剂提供商，受益于聚烯烃国产自给率提高。**鼎际得成立于 2004 年并于 2022 年上市，公司 2018 年-2022 年营收/归母净利润年均复合增长率为 24.38%/11.57%。公司主要产品为高效催化剂、抗氧化剂单剂和复合助剂，其需求量与下游聚烯烃行业规模呈明显正相关，未来受益于我国烯烃产业链自给率持续提升。2021 年我国聚乙烯和聚丙烯自给率同比分别提升 10pct/4pct 至 62%/89%；预计 2022 年和 2023 年我国新增聚乙烯产能分别为 500 万吨和 185 万吨，新增聚丙烯产能分别为 540 万吨和 950 万吨，拉升公司产品需求。
- **新产能释放叠加三重竞争优势，市占率有望持续提升。**公司已经具备聚烯烃催化剂产能 225 吨/年、抗氧化剂单剂 2.25 万吨/年、复合助剂 8500 吨/年，2022 年销售聚烯烃催化剂 213.86 吨、抗氧化剂单剂 1.25 万吨、复合助剂 1.54 万吨。IPO 募投产能释放后，烯烃催化剂产能扩张至 475 吨/年、抗氧化剂 4.45 万吨/年、复合助剂 2.85 万吨/年，预计陆续于 2023 年-2025 年达产。技术上，公司深耕聚烯烃催化剂近 20 年，已经开发出第五代齐格勒纳塔产品，覆盖 24 个催化剂品种；服务上，能快速响应，为客户提供定制化一站式服务；核心客户包括中石油、中石化、中海油、中国中化、万华、宝丰等，在国内已经建成完善的销售网络。公司 IPO 的新产能释放后有望抢占增量市场，继续提升市场份额。
- 预计公司 2023 年-2025 年归母公司净利润 1.59/2.37/3.57 亿元，同比增速为 44.1%/49.1%/50.8%，对应 EPS 为 1.19/1.77/2.67 元，PE 为 46.4/31.1/20.6 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

- 风险提示：POE 新产品投产不及预期风险；产品价格波动风险；原材料价格大幅上行的风险；行业竞争加剧。

【行业评论】20230329 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，下游价格下降。
- **多晶硅：**致密料均价为 208 元/kg，较上周下降 3.7%，降幅较上周扩大 1.9pct。若根据硅业分会报价，已连续 5 个周降价。从活跃度来看，有新订单成交的企业 4 家，延续上周的清淡态势。本周为 3 月最后一个周，应为 4 月份长单集中签订期，但签单企业和成交量都相对较少，主要受两方面影响：一方面，下游硅片企业硅料库存相对充足，能够维持正常运转，在硅料价格下行的趋势下，硅片企业定期采购的意愿略有减弱，观望情绪加重；另一方面，硅料企业前期库存已消化殆尽，目前仍处于订单执行阶段，暂无急需出货的压力。
- **硅片：**150um 的 182mm 单晶硅片均价 6.45 元/片，较上周持平。硅料价格持续下行背景下，硅片价格止涨企稳，与我们前期判断一致。3 月份国内多晶硅产量约 10.51 万吨，环比增加 7.7%；一季度多晶硅合计产量约 30.4 万吨。展望二季度，预计国内硅料产量约 35 万吨，环比增加 7%左右；而硅片企业对硅料的需求受坍塌的制约环比基本持平。硅料供大于求的状态下，价格将持续下行，硅片后续价格即使上涨，涨幅也会相对有限。
- **电池片：**M10 电池片（转换效率 23.0%+）均价为 1.07 元/W，较上周下降 0.9%；210mm 电池片（转换效率 23.0%+）均价为 1.10 元/W，较上周持平。下游组件降价，但 210 尺寸电池片价格持稳，反映了大尺寸电池片供应相对偏紧。根据对组件厂的调研情况，欧洲客户倾向于 N 型组件，会拉升对 N 型电池片的需求，但 N 型电池片实际有效产出有限，具有一定的溢价能力。我们坚持认为，提前布局大尺寸高效电池片及电池新技术的企业，全年盈利能有保障。
- **组件：**182mm 单面 PERC 组件均价 1.71 元/W，较上周下降 1.2%；182mm 双面 PERC 组件均价 1.73 元/W，较上周下降 1.1%。硅料价格延续跌势下，组件价格开始松动。3 月组件排产环比增幅超过 10%，通过草根调研，当下部分一线组件厂订单外放代加工，体现了下游旺盛的需求。我们认为，随着组件价格持续下行，国内大基地项目招标将加速，带动需求进一步释放。
- 本周硅料价格下降、硅片价格止涨、182 电池片和组件价格下行，210 电池片价格坚定，不排除后续价

格上涨的可能性。当前行业制造端排产饱满，组件价格下行后，需求将持续释放，光伏产业链基本面向好。当前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】大盘窄幅震荡

李孔逸 likongyi@sxzq.com

➤ 走势回顾：

- 三大指数低开，开盘震荡下行，盘中小幅反弹，尾盘沪指收跌。截止收盘，沪指报 3240.06 点，跌 0.16%；深成指报 11579.91 点，涨 0.13%；创指报 2371.19 点，涨 0.09%。行业指数涨跌不一，电子(+1.96%)、食品饮料(+0.52%)和汽车(+0.33%)领涨；建筑(-2.15%)、农林牧渔(-1.68%)、石油石化(-1.26%)领跌；总体来看，两市个股普遍下跌，超 3500 只个股下跌，成交额回落至 10047 亿元。

➤ 市场焦点：

- A 股人气持续，题材频繁轮动，热点行业切换，央企走弱，半导体板块领涨。板块方面，受成都土拍溢价，厦门限购放松等消息影响，房地产板块高开，随后冲高回落；食品饮料、汽车、家电等板块大幅高开，小幅震荡回落；石油石化板块高开后迅速走低；建筑、建材、农林牧渔等板块全天走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回落至 17 家，连板家数 3 家，热点持续性回落，赚钱效应偏低。

- 我们认为，A 股短期震荡，中长期走强的预期不变。硅谷银行、签名银行复牌暴跌，进入 OTC（场外交易市场）市场交易，海外银行流动性风险仍在暴露中，美联储联合财政部，正与各国央行协同努力化解风险。同时，国外流动性风险也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。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，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：

李召麒 执业登记编码：S0760521050001 电话：010-83496307 邮箱：lizhaoqi@sxzq.com
平海庆 执业登记编码：S0760511010003 电话：010-83496341 邮箱：pinghaiqing@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

