

晨会纪要

数据日期: 2023-03-27	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)	3251.39	11647.93	4012.47	12360.81	2933.20	1057.48
涨跌幅度(%)	-0.43	0.11	-0.36	0.08	0.94	-0.32
成交额(亿元)	4535.85	6863.74	3154.74	2554.35	3146.02	951.71

晨会主题

【常规内容】

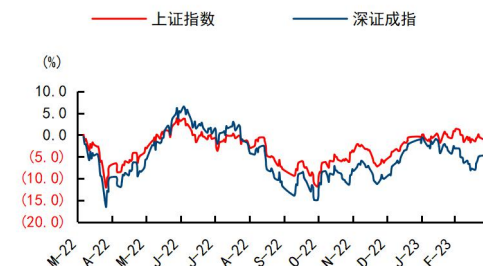
宏观与策略

宏观专题: 宏观经济专题研究-中国经济中需求与生产的数量关系探究
 宏观周报: 宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数小幅回落
 宏观周报: 货币政策与流动性观察-跨季资金量价齐升
 固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪
 固定收益周报: 转债市场周报-提防转债估值压缩风险, 关注数字经济行情扩散
 策略专题: 中观超额收益追踪图谱 (2023.03)

行业与公司

环保与公用事业 202303 第 4 期: 华润电力拟拆分新能源 A 股上市, 3 月全国峰谷电价汇总
 传媒行业周报: OpenAI 推出 ChatGPT 插件系统, 3 月游戏版号常态化发放
 海外市场专题: 港交所“港币-人民币双柜台模式”最新进展点评-双柜台模式快速推进有望提升港股市场流动性和活跃度
 非金属建材周报 (23 年第 12 周): 玻璃库存显著下行, 地产高频数据持续改善
 交通运输行业周报: 油散需求维持强劲, 民航迎来夏秋换季
 交通运输行业快评: 2023 年 2 月交运行业数据观察-油运需求快速提升, 航空物流持续复苏
 建筑行业周报: 建筑行业周观点-行情仍在演绎, 积极布局建筑龙头, 关注“AI+建筑”标的
 商贸零售行业双周报 (23 年第 14 周): 登康口腔招股书梳理: 从“冷酸灵”品牌看口腔护理市场发展
 农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告 (63)-本周全国生猪均价环比下跌 0.39%, 仔猪均价环比下跌 1.19%
 基础化工行业专题: 电子特气行业分析框架
 电新行业专题: 储能行业专题研究系列三: 储能电芯-电芯专用化趋势明显, 中国企业加速崛起
 电子行业专题: 算力芯片及 AI 服务器专题-AI 的 iPhone 时刻到来, 电子的 AI 机遇兴起
 通信行业周报 2023 年第 10 期: 运营商加强数字化投入, AI 迎来“iPhone 时刻”
 海伦司 (09869.HK) 财报点评: 2022 年经营承压兼模式调整, 2023 年轻装

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28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	19567.68	-1.74

基金指数 03月28日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3040.43	-0.05
股票基金指数	10908.85	-0.18
混合基金指数	10108.54	-0.16

汇率 03月28日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.07	-0.66
美元兑人民币	6.86	0.74
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	130.71	-0.1

非流通股解禁 03月28日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
奥泰生物	44.88	1.56	2023-03-27
腾景科技	161.75	3.29	2023-03-27
开普云	3756.08	100.00	2023-03-27
阿尔特	4505.30	72.05	2023-03-27
南新制药	4000.00	100.00	2023-03-27
仙乐健康	10886.40	97.20	2023-03-27
煜邦电力	660.44	11.81	2023-03-27
星球石墨	90.91	1.82	2023-03-24

上阵迎复苏

西部矿业(601168.SH) 财报点评:盐湖提锂贡献业绩,高分红比例回报全体股东

华菱钢铁(000932.SZ) 财报点评:业绩稳健,汽车板公司业绩亮眼

紫金矿业(601899.SH) 财报点评:多元化布局,未来三年成长性值得期待

兴发集团(600141.SH) 财报点评:磷矿石景气度维持高位,看好成长性新材料产品放量

蔚蓝生物(603739.SH) 公司快评:联手 ADM 新建食用益生菌产能

金龙鱼(300999.SZ) 财报点评:2022 年全年盈利承压, Q4 盈利环比明显改善

伯特利(603596.SH) 财报点评:智能电控业务放量提速, 2022 年归母净利润同比增长 39%

爱柯迪(600933.SH) 财报点评:新能源订单持续放量, 2022 年归母净利润增长 109%

沪电股份(002463.SZ) 财报点评:深耕高端数通 PCB, 受益数字经济时代新基建

工业富联(601138.SH) 财报点评:AI 打开算力新时代, 云计算业务高速增长

芯原股份(688521.SH) 财报点评:积极推进 Chiplet 产业化,有望受益于大模型 AI 时代

天能股份(688819.SH) 财报点评:四季度盈利环比提升, 铅蓄与锂电业务快速增长

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:宏观经济专题研究-中国经济中需求与生产的数量关系探究

生产法 GDP 的重划分以及内在逻辑关系。从生产法 GDP 来看,中国经济分为三大生产部门:第一产业、第二产业、第三产业。考虑到第一产业和第二产业是实物生产部门,而第三产业并不会直接产出实物产品而是内嵌在实物生产和需求满足过程中,因此可以将第三产业看成实物产品的分配部门。

从经济内在逻辑关系来看,第三产业作为分配部门,在经济运行中起到非常关键的作用,一方面,第三产业可以促进实物生产效率提升,另一方面,第三产业还促进了实物生产与实物需求的对接。

而第三产业的服务品生产与服务品需求二者在经济逻辑上属于再分配关系。第三产业的服务品生产与服务品需求得到满足的过程,是服务品需求方将货币转移到服务品生产方,在这个过程中并没有增加实物产品,但实物产品的分配权力——货币得到了转移。

中国经济中需求与生产的数量关系探究。根据上述生产法 GDP 的重划分以及内在逻辑关系,实物需求与实物生产之间应该存在明显的线性关系,此外,实物需求与分配部门(即第三产业)之间、实物生产与分配部门之间应该也存在较明显的线性关系。

我们采用实物需求、实物生产、分配部门同比增速的变化幅度进行建模考察,其中实物生产采用第一产业和第二产业的实际 GDP 数据进行估计,实物需求采用固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、人民币计价的出口金额进行估计,分配部门则直接采用第三产业的实际 GDP 数据作为衡量。

考察结果显示,中国实物需求增速变动与实物生产增速变动具有非常强的线性关系,并且这种线性关系较为稳定。但国内出口预期的异常波动很可能会造成中国实物需求与实物生产之间的数量关系出现紊乱。这种紊乱持续的时间一般不长,大概 1 年左右。在平稳期,中国实物生产同比变动幅度约等于实物需求同比变动幅度的一半加上 0.5 个百分点。

中国实物需求增速变动与分配部门增速变动也具有较明显的线性关系,但这种线性关系不太稳定;中国实物生产增速变动与分配部门增速变动也具有较明显的线性关系,但这种线性关系同样不太稳定。中国实物需求、生产与分配部门增速变动的线性关系不太稳定很可能与中国政策环境持续变化有关(例如抑制通胀政策、供给侧结构性改革、防疫政策的影响)。

风险提示:政府经济刺激力度下降,经济增速下滑,线性关系出现异常偏差。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数小幅回落

国信宏观扩散指数小幅回落。本周国信高频宏观扩散指数 A 转负,指数 B 小幅回落。从分项来看,本周投资领域景气有所回落,消费领域和房地产领域景气变化不大。从季节性比较来看,本周指数 B 标准化后(即年初第一周设定为 100)小幅回落,但在历史同期范围内仍处于较高水平,或表明国内经济复苏态势虽有所放缓但并未结束。

2023 年 3 月 24 日当周,国信高频宏观扩散指数 A 为-0.1,指数 B 录得 108.0,指数 C 录得-2.1%(-0.5pct.)。消费相关分项中,全钢胎开工率较上周下行,PTA 产量较上周上行,本周国内消费景气变化不大;投资相关分项中,焦化企业开工率较上周上行,螺纹钢产量、水泥价格均较上周下行,国内投资景气有所回落;房地产相关分项中,30 大中城市商品房成交面积较上周上行,建材综合指数较上周下行,国内房地产领域景气变化不大。

周度价格高频跟踪:

(1) 本周食品、非食品价格均下跌。2023 年 3 月食品、非食品价格环比或均高于季节性水平。预计 3 月 CPI 食品环比约为-0.5%,CPI 非食品环比约为零,CPI 整体环比约为-0.1%,高基数带动下 3 月 CPI

同比或继续小幅回落至 0.9%。

(2) 2 月上旬和中旬,随着春节后国内生产供应活动恢复正常,供给明显增加,国内生产资料价格有所回落;2 月下旬,随着国内需求持续回暖,国内生产资料价格止跌回升;3 月上旬、中旬,国内生产资料价格持续回落。预计 2023 年 3 月国内 PPI 环比维持在零附近,高基数带动下 PPI 同比继续回落至-2.5% 左右。

风险提示:政策刺激力度减弱,经济增速下滑。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:货币政策与流动性观察-跨季资金量价齐升

跨季资金量价齐升

海外方面,上周(3 月 20 日-3 月 24 日)美联储在 3 月 FOMC 会议上加息 25bp。3 月 23 日公布的美国初请失业金人数减少 1000 人至 19.1 万人,表明美国的就业市场维持强劲。前瞻地看,尽管美国通胀水平仍处于高位,但近期硅谷银行倒闭引发的一系列风险事件叠加鲍威尔在 3 月 FOMC 会后的表态,使市场预期美联储在 5 月继续加息的可能性较低。美联储联邦资金利率期货隐含的加息 25bp 的可能性仅约 1 成(13.3%),不加息可能性约 9 成(86.7%)。

国内流动性方面,上周(3 月 20 日-3 月 24 日)狭义流动性小幅收紧。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周(3 月 13 日-3 月 17 日)下降 0.17 至 100.21,其中价格指标贡献-22.3%,数量指标贡献-77.7%。价格指数下降(紧缩)主要受上周一周 R 与 DR 加权利率偏离度(7 天/14 天利率减去同期限政策利率)总体环比上行拖累,特别是 14 天资金量价齐升,与机构跨季行为有关;而标准化后的同业存单加权利率、R001 利率总体环比下行形成支撑。央行上周逆回购缩量续作,对数量指数构成拖累。

上周(3 月 20 日-3 月 26 日),央行净投放短期流动性资金-1130 亿元。其中:7 天逆回购净投放-1130 亿元(到期 4630 亿元,投放 3500 亿元);14 天逆回购净投放 0 亿元(到期 0 亿元,投放 0 亿元)。本周(3 月 27 日-4 月 2 日),央行逆回购将到期 3500 亿元,其中 7 天逆回购到期 3500 亿元,14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一(3 月 27 日)央行 7 天逆回购净投放 2250 亿元,14 天逆回购净投放 0 亿元。

债券发行方面,本周同业存单到期量超 5000 亿元,提示关注潜在的资金面扰动。上周政府债净融资 5417.9 亿元,本周计划发行 2485.5 亿元,净融资额预计为 382.0 亿元;同业存单净融资-3395.5 亿元,本周计划发行 703.6 亿元,净融资额预计为-4740.3 亿元;企业债券净融资-188.1 亿元(其中城投债融资贡献约 206.3%),本周计划发行 886.9 亿元,净融资额预计为-3323.5 亿元。

上周五(3 月 24 日)人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周(3 月 17 日)下行 0.13 至 100.30,同期美元指数下行 0.76 至 103.11。3 月 24 日,美元兑人民币在岸汇率较 3 月 17 日的 6.88 下行约 110 基点至 6.87,离岸汇率从 6.89 下行约 416 基点至 6.85。

风险提示:疫情出现反复,中国出现疫后通胀,经济复苏不及预期。

证券分析师: 董德志(S0980513100001)

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债(私募 EB)项目情况,对私募可交换债项目做基本要素跟踪,私募发行条款发行过程可能有更改,请以最终募集说明书为准,发行进度请与相关主承销商咨询。

本周无新增项目信息(部分项目因合规原因未予列示)。

证券分析师: 王艺熹(S0980522100006)、董德志(S0980513100001)

◆ 固定收益周报:转债市场周报-提防转债估值压缩风险,关注数字经济行情扩散

上周市场焦点（3月20日-3月24日）

股市方面，TMT 继续表现突出，风光发电和汽车行业略有回暖，科创 50 指数领涨。上周瑞银收购瑞信交易落地，市场风险偏好回升；周四凌晨美联储议息会议决议加息 25bp，瑞信与 SVB 事件前市场预期加 50bp，会议后海外股市仍以下跌为主，但 A 股走出独立行情继续上涨；ChatGPT 开放第三方插件接入功能，AI 主题市场关注度不减，因 AI 大模型应用推广或带来全球算力需求爆发，云计算基建相关的 IDC、芯片、PCB 等板块标的也多有上涨。

债市方面，上周十年期国债利率小幅上行 1.72bp 至 2.87%，信用债利率多有下行。

转债市场方面，上周多数转债上涨，平价较高的偏股型转债溢价率提升较多。个券层面，上周涨幅排名靠前的转债中 TMT 相关的包括计算机行业汉得转债、特发转 2、法本转债及电子集成龙头环旭转债、PCB 板块崇达转债；跌幅居前的主要是前周涨幅较大的北方转债、盛路转债、太极转债等。

观点及策略（3月27日-3月31日）

提防转债估值压缩风险，关注数字经济行情扩散：上周转债估值再次行至高位，【转债隐含波动率-正股长期实际波动率】指标再次上穿破零。历史来看，该指标破零后，转债市场估值短期内压缩风险较大。但是，我们认为在债市利率没有大幅上行的背景下，转债估值压缩幅度或有限。

ChatGPT 引发的数字经济行情从计算机、传媒行业主题概念领域往通信、电子等场景落地、底层算力相关的领域扩散，由于计算机、传媒行业转债数量有限，行情扩散对于转债投资者而言意味着本轮主题行情的可参与度提升。后续来看，国信策略团队认为 ChatGPT、产业数字化概念主题能否持续催化 TMT 成为长期主线主要取决于应用端的渗透率提升是否存在持续验证信号，以及场景落地型公司是否存在积极正向的业绩变化。

另一方面，我们认为看到更多经济数据验证经济的复苏后，市场或可对年内经济修复建立信心，顺周期地产基建链公司或有一定机会。汽车零部件、光伏设备、锂电池、风电等前期热门赛道已经历较大幅度调整，当前估值处于历史较低分位数，性价比较高，建议观察前期价格战、海外制裁风险、原料降价导致下游观望需求较差等矛盾点的变化与消解。

择券策略方面，建议从两个角度挖掘个券：

1. 有望受益于数字经济行情扩散的 PCB、被动元器件、半导体分立器件、IDC 数据中心、IDC 温控、通信运维服务等板块均有对应转债，优选转股价值较高的弹性品种；
2. 行业盈利仍处于底部区间或存在较大不确定性，信心建立中的地产基建链、汽车零部件、风光储设备等板块，转债存续数量多，但不少个券平价较低，溢价率偏高，适宜左侧埋伏。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：中观超额收益追踪图谱（2023.03）

上游资源品行业景气度改善、中下游制造业景气度分化：上游资源品方面，布伦特原油价格近期呈现震荡行情，石油石化景气下行趋势中止，煤炭景气度本月回升，工业金属中钢铁景气度回升，有色金属、基础化工景气度维持前值，建材领域景气度回升。中下游制造业方面，电力设备景气度与前期持平，机械设备景气度回落，汽车景气度均较上月有所改善。

下游消费行业整体复苏，可选消费优于必选消费：1-2 月社会消费品零售总额同比增速为 3.5%，较去年 12 月明显上升 5.3 个百分点，消费行业整体呈现复苏态势，高频数据显示近期可选消费复苏力度高于必选消费。食品饮料景气度回落，医药生物景气度与前期持平，美容护理景气度延续了前期的上行趋势，家用电器景气度向好，纺织服饰景气度改善，电子板块景气度持续趋弱。

支撑性服务行业景气度上行、房地产行业景气度回暖：支撑性服务行业景气度多数处在上行通道中，商贸零售、社会服务、通信、非银金融行业景气度持续上行，交通运输改善，公用事业维持前值，银行景气度趋弱。房地产行业景气度较上个月进一步改善。

新兴产业景气度反弹放缓：新兴产业景气度疫后反弹效应较上月显著减弱，但相较于去年同期仍在高位，

其中新能源、节能环保、高端装备行业景气度较高。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：占易

行业与公司

◆ 环保与公用事业 202303 第 4 期：华润电力拟拆分新能源 A 股上市，3 月全国峰谷价差汇总

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 1.72%，公用事业指数下跌 1.33%，环保指数下跌 0.51%，周相对收益率分别为-3.06%和-2.23%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 27 和第 26 名。分板块看，环保板块下跌 0.51%；电力板块子板块中，火电下跌 3.75%；水电下跌 2.07%，新能源发电上涨 0.08%；水务板块下跌 0.67%；燃气板块下跌 0.82%。

重要事件：3 月 22 日午间，港股华润电力公告，董事会正在筹划分拆华润新能源控股有限公司（以下简称华润新能源）于 A 股上市，华润新能源主要负责投资、开发、运营和管理风电场及光伏电站。

专题研究：2023 年 3 月，大部分地区供暖结束，多地不再执行尖峰电价。全国各地一般工商业 10kV 单一制电价中有 18 个地区最大峰谷价差超过 0.7 元/kWh，其中广东省（珠三角五市）和海南省的最大峰谷价差超过 1 元/kWh。相比于 2 月，多地峰谷价差有较大变化，海南省从 0.93 元/kWh 提高到 1.04 元/kWh；湖南省从 1 元/kWh 降至 0.88 元/kWh；河北省南网从 0.76 元/kWh 降至 0.61 元/kWh，且不执行尖峰电价。甘肃省一直处于价差低位，3 月的 0.17 元/kWh 创造电网代购电以来的最低价差，甘肃作为外送电大省，省内电力电量平衡相对有保障，用电负荷较平稳。

投资策略：公用事业：能源问题凸显，推荐工商业能源服务商龙头南网能源、分布式光伏运营商芯能科技；推荐天然气贸易商转型能源服务及氢气业务成长属性标的九丰能源；推荐存量风光资产优质且未来成长路径清晰的绿电弹性标的金开新能；推荐有较大抽水蓄能和新能源规划，估值处于底部湖北能源；电网侧抽水蓄能、电化学储能运营龙头南网储能；推荐“核电与新能源”双轮驱动中国核电；推荐积极转型新能源，现金流充沛的广东电力龙头粤电力 A；推荐有资金成本、资源优势的新能源运营龙头三峡能源、龙源电力。环保：1、业绩高增，估值较低；2、商业模式改善，运营指标持续向好；3、稳增运营属性显现，收益率、现金流指标持续改善。推荐积极布局动力电池回收的旺能环境、伟明环保以及稀土回收利用龙头华宏科技。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 传媒行业周报：OpenAI 推出 ChatGPT 插件系统，3 月游戏版号常态化发放

传媒板块本周表现：行业上涨 10.48%，位居全行业第一。本周（3.20-3.24）传媒行业上涨 10.48%，跑赢沪深 300（1.72%），跑赢创业板指（3.34%）。其中涨幅靠前的分别为昆仑万维、中文在线、上海电影、百纳千成、富春股份等，跌幅靠前的分别为新华网、ST 中昌、三五互联、ST 腾信、歌华有线等。

重点关注：OpenAI 推出 ChatGPT 插件系统，3 月国产、进口游戏版号发放。1）3 月 23 日，OpenAI 宣布推出 ChatGPT 插件系统以探索 ChatGPT 的应用场景。OpenAI 插件系统支持第三方应用程序以插件的形式接入 ChatGPT 的应用界面中，通过自然语言与用户交互完成任务。预计未来将会以两种形式拓展大语言模型 ChatGPT 的应用：a）OpenAI 推出开放标准，将第三方应用以插件的形式统一集成到 ChatGPT 应用程序中；b）将 ChatGPT 通过开放 API 的形式集成到第三方应用程序中；我们认为，基于预训练大模型成本可控及轻量化运行的特性，“通用大模型”+“垂直小模型”有望落地至具体场景，基于此诞生的类“内容大脑”的操作系统，让 AI 时代的新物种成为可能。而 ChatGPT 插件的推出有望加速 AI 应用生态走向成熟，内容与应用创新的黄金时代正在加速降临；2）国家新闻出版署分别于 3 月 20 日和 3 月 23 日下发 27 款进口游戏版号和 86 款国产游戏版号，游戏版号持续常态化发放，继续看好游戏板块底部双

击机会。

本周重要数据跟踪：芒果TV综艺持续领先。1) 本周电影票房4.61亿，环比增长12.01%，《保你平安》、《铃芽之旅》和《回廊亭》排名居前；2) 综艺节目方面，《大侦探第八季》、《哈哈哈哈哈第三季》和《名侦探学院第六季》排名居前，本周排名前10的综艺中芒果TV占5席；3) 本周游戏方面，《王者荣耀》蝉联本周iOS游戏畅销榜和安卓游戏热玩榜第一名。

投资建议：AIGC科技底座加速走向成熟，IP要素及应用价值日趋凸显。1) 基于科技落地要素把握大模型、IP数据及场景，大模型推荐昆仑万维，IP及数据要素推荐浙数文化、中文在线、每日互动、视觉中国、华策影视、光线传媒、奥飞娱乐、上海电影等，场景落地关注AI+文学、音乐、数字人、营销服务、电商、视频、游戏等领域，推荐汤姆猫、三人行、蓝色光标、盛天网络、天娱数科等标的。2) 基于AIGC、景气度改善所带来的低位估值修复，推荐游戏及广告、影视产业链，推荐恺英网络、姚记科技、三七互娱、吉比特、芒果超媒、华策影视等标的。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师：张衡(S0980517060002)

◆ 海外市场专题：港交所“港币-人民币双柜台模式”最新进展点评-双柜台模式快速推进有望提升港股市场流动性和活跃度

事件简述

3月以来，多家港股公司相继发布公告称，已正式提交有关增设人民币柜台的申请。这意味着，港交所力推的港股“港币-人民币双柜台模式”进入实质性推进阶段，离岸人民币即将迎来更加丰富的投资标的。

港币-人民币双柜台模式已进入实质性推进阶段，离岸人民币可投标的有望快速扩容

2022年12月13日，港交所宣布推出“港币-人民币双柜台模式”以及双柜台庄家机制（简称“双柜台模式”），进一步支持人民币柜台在香港上市、交易及结算，待监管机构批准及市场准备就绪后，“港币-人民币”双柜台的登记程序预计于2023年上半年展开。今年1月，香港特区立法会通过修例，为落实推出人民币柜台以及配套机制提供法律支持。3月以来，包括快手、吉利汽车、中银香港、香港交易所、安踏体育在内的5家港股公司相继发布公告称，已正式提交有关增设人民币柜台的申请。这意味着，港交所大力推动的港股“港币-人民币双柜台模式”现已进入实质性推进阶段，预计未来将有更多港股通公司申请增设人民币柜台，这将为离岸人民币带来更加丰富的投资标的，为投资者提供更多选择和灵活性。

双柜台模式降低内资投资港股汇兑成本，南向资金持续流入将提升港股市场流动性和活跃度

在港股通的现行机制下，内地投资者通过南向交易购买港股时是以港币计价，以人民币进行交收和结算，并且实行T+2的清算交收。在持有期间，投资者需要承担人民币兑港元汇率变动的风险，特别是在全球金融环境动荡、汇率大幅波动时，可能会发生较大的汇兑损益。而在双柜台模式下，内地投资者可以通过人民币柜台直接交易港股，实现港币和人民币上市股份的无缝转换，这将显著降低以往参与港股通投资所产生的汇兑成本和汇率风险。

此外，港交所还设置了双柜台庄家机制，并对双柜台庄家提供印花税减免，旨在让做市商（庄家）提供流动性，尽可能减少港币柜台和人民币柜台之间的价格差异。预计随着投资港股的便利性提升，越来越多的人民币资金有望参与港股交易，港股资金的成交量和活跃度将逐步提升，这将促进港股价值的修复，并进一步缩小AH股溢价。

双柜台模式有助于推进人民币国际化进程，巩固香港离岸人民币中心地位

双柜台模式是首次在海外有如此大规模的人民币计价的股票交易，港币与人民币双币报价的落地有望吸引更多内地投资者参与港股通交易。双柜台模式与“扩容互联互通”的政策组合拳也有助于扩大人民币双向跨境资本流通的渠道，为香港证券市场带来更多增量交易，提升香港离岸人民币市场的流动性，推动人民币国际化进程，巩固香港作为离岸人民币市场的中心地位。

风险提示：国际政治局势的不确定性，海外系统性金融风险，美国衰退风险。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 非金属建材周报（23 年第 12 周）：玻璃库存显著下行，地产高频数据持续改善

新房二手房成交创年内新高，多地公积金政策放松。本周 30 大中城市商品房成交面积为 379.82 万平，分别环比/同比提高 10.63%/40.45%，12 大中城市二手房成交面积 251.7 万平，分别环比/同比提高 10.52%/112.27%，均创年内新高。同时，近期多地出台公积金购房新政，包括深圳、哈尔滨、南通、连云港、株洲等地，不同程度提高公积金最高贷款额度。随着政策持续积累，房地产市场景气度已出现一定程度边际改善，市场信心有望逐步修复，建议继续积极关注未来市场运行情况。

基础设施 REITs 扩容，助力盘活存量资产。本周证监会和发改委分别发布《关于进一步推进基础设施领域 REITs 常态化发行相关工作的通知》和《关于规范高效做好基础设施领域 REITs 项目申报推荐工作通知》，要求研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。上交所提出要尽快推动 REITs 覆盖新基建、水利等基建领域，加快打造 REITs 市场保障性租赁住房板块。总体来看有助于盘活存量资产，一定程度缓解地方政府债务压力和地产资金压力。

地产链头部企业仍是配置重点，关注需求释放和降库节奏。当前子行业跟踪及投资建议如下：

水泥：国内水泥市场需求阶段性减弱，主要由于华东、华中地区受降雨天气影响；随着企业生产线全面复产，供给压力有所增加，价格短期震荡调整。本周全国 P.042.5 高标水泥均价 438.3 元/吨，环比下跌 0.04%，全国水泥库容比为 60.3%，环比上升 1.6pct，同比下降 1.2pct。推荐关注海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、塔牌集团、冀东水泥、天山股份。

玻璃：①浮法玻璃：市场交投仍保持在相对较好水平，库存连续三周下降，推动价格小涨。本周国内主流均价 1779.61 元/吨，环比上涨 1.15%，重点省份生产企业库存 4310 万重箱，环比减少 5.52%，短期加工厂仍有一定刚需补货需求，价格具备支撑；中长期玻璃行业科技升级依旧是看点，推荐旗滨集团、南玻 A。②光伏玻璃：终端电站项目陆续启动，组件厂家部分刚需补入，加之适量备货，玻璃成交情况较前期升温。本周 3.2mm 原片主流价格 17.5 元/平米，3.2mm 镀膜主流价格为 25.47 元/平米，均环比持平，库存天数 25.12 天，环比减少 4.31%，预计随着市场缓慢升温，价格或继续维稳。

玻纤：无碱池窑粗纱市场价格延续稳定走势，部分厂成交价格亦有下滑但降幅有限，但整体市场需求恢复仍相对较慢，中下游仍按需少量采购为主；电子纱多数池窑厂出货仍显一般，多数厂电子纱及电子布报价暂稳，厂家存一定挺价心态。中长期来看，在双碳目标背景以及大数据时代背景下，细分市场风电、汽车、电子等领域需求有望持续增长，玻纤有望迎来更大市场空间，看好玻纤需求中长期成长性，推荐中国巨石，中材科技；

其他建材：近期地产高频数据新房二手房销售数据明显回升，同时保交楼效果正逐步显现，预计后续复苏有望逐步由二手房向新房市场扩散延伸，带动地产链进入修复区间。当前地产链头部企业仍是板块配置重点，推荐东方雨虹、科顺股份、三棵树、坚朗五金、伟星新材、兔宝宝、铝模板行业。

风险提示：基建地产运行低于预期；供给增加超预期；成本上涨超预期

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

◆ 交通运输行业周报：油散需求维持强劲，民航迎来夏秋换季

航运：本周散货运价小幅回落，BDI 报 1489 点，环比跌 3%，分船型来看，权重最大（40%）的 Cape 船型运价表现相对坚挺，报 1882 点，环比上周跌 1.6%。Cape 船型的景气度与中国钢铁需求高度相关，在外需压力较大的情况下，基建或成我国经济的发力点，近期钢铁、建筑行业的复工率已经出现了明显回升，BCI 有望持续对 BDI 形成支撑。油运方面，本周油运运价整体继续上涨，中国需求的疫后修复的逻辑正在兑现，BDTI 涨 2.7%至 1622，TD3C 运价为 95500 美元/天，环比上周回落 6300 美元/天但仍处高位；成品油运价更为强势，BCTI 报 1200 点，环比+12%，继续维持油运 23 年淡季不淡、旺季弹性释放的观点，供需格局的改善有望带来 23-24 年运价中枢抬升，推荐招商轮船，中远海能。

航空机场：3 月 26 日民航迎来夏秋换季，预计换季后国内航线航班延续高位运行，国际航线加速恢复，

继续看好民航业量价表现，此外，油价下跌利好航司成本压力消化，继续看好民航供需反转大方向的持续演绎和枢纽机场的价值回归，推荐春秋、吉祥、国航、上海机场、白云机场。

快递：1-2月快递业务量同比增长约5%，考虑到去年同期基数较高，需求表现基本符合预期。3月1-19日，我国快递日均揽收量平均值约3.6亿件，相较去年3月日均2.76亿件的低基数（疫情防控影响），需求恢复态势明显。2月圆通、韵达和申通单价环比分别减少0.20元、0.15元和0.28元，我们认为2月价格波动主要是因为1月春节期间价格偏高以及货重波动。快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战影响，推荐顺丰和圆通。

物流：密尔克卫全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应2023年业绩不足25x，维持“买入”评级。另自下而上推荐中蒙煤炭供应链龙头嘉友国际，23年中蒙煤炭贸易规模扩大及全程供应链放量有望带来业绩不断超预期，当前估值对应23年仅18X，继续推荐。

投资建议：看好危化品物流及快递、出行、油运板块持续复苏，此外，国家顶层设计与谋划新一轮国企改革，期待交运国企改革预期带来的催化，同时关注低PB铁路个股。推荐密尔克卫、嘉友国际、春秋航空、吉祥航空、中国国航、顺丰控股、中远海能、圆通速递、韵达股份、上海机场。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 姜明（S0980521010004）、黄盈（S0980521010003）、罗丹（S0980520060003）、曾凡喆（S0980521030003）、高晟（S0980522070001）

◆ 交通运输行业快评：2023年2月交运行业数据观察-油运需求快速提升，航空物流持续复苏

数据综述：2月份，1）散货运输景气度触底回升，BDI均值为638.4，环比下降27.6%，但是近期在中国铁矿石进口需求恢复的预期下，运价已出现较快回升；2）中国需求恢复带动原油周转量需求大幅提升，BDTI均值为1263.6，环比下降9.5%，呈现触底回升的态势；3）由于民航局限制航班政策尚在持续，民航国内线航班量与2019年同期接近，但国内运量仍小幅低于2019年同期；4）1-2月快递行业累计业务量同比增长约5%，相较2022年12月快递件量同比1.2%的增速，需求修复趋势良好，快递行业单票价格环比有所下降，属于春节假期后的正常波动。

航运港口：

受出口不振及供给放量影响，2月CCFI运价均值为1103.7，环比下滑8.5%，已经逐步回归至疫情前的水平，随着4月签约季来临，运价有望逐步企稳。

2月中国需求恢复带动原油周转量需求大幅提升，BDTI 2月均值为1263.6，环比下降9.5%，呈现触底回升的态势，3月景气度明显回升；成品油运价波动率明显放大，主要来自于俄成品油禁令于2月初正式执行，BCTI 2月均值为871.9，环比提升2.9%，但是类似于原油运输，近期亦快速提升。

2月散货运输景气度触底回升，BDI均值为638.4，环比下降27.6%，但是近期在中国铁矿石进口需求恢复的预期下，运价已出现较快回升。

航空机场：

2月，全国民航客运量4320万人次，同比增长38.0%，相比于2019年同期下降19.7%。

2月，各机场数据继续回升，其中上海浦东机场2月航班起降2.95万架，同比升1.8%，旅客吞吐量333.3万，同比升30.3%；白云机场2月航班起降3.40万架次，同比升11.5%，旅客吞吐量460.4万，同比升41.4%。

快递：

2月，全国快递服务企业业务量完成91.8亿件，同比增长32.8%，1-2月快递行业累计业务量同比增长约5%，相较2022年12月快递件量同比1.2%的增速，需求修复趋势良好，考虑到去年同期基数较高，1-2月的快递需求表现基本符合预期。

2月，快递行业单票价格（剔除其他收入）为6.2元，同比-0.5%，环比下降16.2%，环比下降属于正常的季节性波动（1月春节期间快递价格偏高）。

铁路公路：

2月，全国铁路客运继续复苏，客运量 2.73 亿人次，同比增长 43.3%，铁路货运同比小幅增长，货运量 3.97 亿吨，同比增长 8.1%。

12月，全国公路客运量 2.38 亿人次，同比减少 36.7%；货运量 31.95 亿吨，同比下降 6.7%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 姜明（S0980521010004）、黄盈（S0980521010003）、罗丹（S0980520060003）、曾凡喆（S0980521030003）、高晟（S0980522070001）

◆ 建筑行业周报：建筑行业周观点—行情仍在演绎，积极布局建筑龙头，关注“AI+建筑”标的

对比 2008–2011 年行情，本轮周期第二波行情仍在演绎。本轮周期的起点是 2021 年 6 月，市场对稳增长开始逐渐形成一致的政策预期，2021 年 12 月中央经济工作会议明确了稳增长要求，提出适度超前开展基础设施投资，进入政策预期集中释放阶段，2022 年 4 月领导人提出全面加强基础设施建设，政策预期释放完毕，本轮周期到达第一个波峰位置，随着 2022 上半年专项债发行完毕，因缺乏增量政策，建筑股走弱，自此周期的第一个波峰结束。而建筑板块的估值在 2022 年 10 月已经回调到估值历史低位，11 月的中特估值在很大程度上催化了建筑央企的估值回归，开启了周期的第二波，此前“基建稳增长”政策带来的央企业绩兑现将支撑起第二波的行情。

重点推荐：中国交建。公司作为交通基建龙头，在重大工程建设领域具有强大的竞争力，同时公司积极布局投建营全产业链，投资运营类业务疫后复苏动力强劲。预计公司 22–24 年归属母公司净利润 190/218/249 亿元，每股收益 1.17/1.35/1.54 元，对应当前股价 PE 为 9.9/8.6/7.5X。公司股票合理估值区间在 14.04–16.08 元之间，相对于当前价格有 22%–40%的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

专项债：本周发行 1625 亿元，年初至今已发行 13568 亿元。年初至今，地方专项债已发行 13568 亿元，发行进度达到 2022 年的 34%。过去一周，共发行专项债规模 1625 亿元，环比上期下降 26%。

城投债：单周净融资 268 亿元，3 月净融资同比+17.6%。3.20–3.26 城投债发行 2024 亿元，净融资 268 亿元。年初至今，城投债发行 1.63 万亿元，净融资 5619 亿元。2 月份以来城投债发行保持较大规模，净融资规模持续为正。

建材价格：供给端发力，价格有所下降。本期主要建材价格平稳，水泥方面，各地熟料产线开窑恢复生产，产能持续释放，水泥供给增加，在需求旺盛的情况下价格维持平稳，螺纹钢价格下降 129 元/吨，石油沥青价格下降 143 元/吨。

投资建议：行情仍在演绎，积极布局建筑龙头，关注“AI+建筑”标的。2023 开年基建投资维持高增，预计全年基建投资增速保持 7%–9%高增长；水利、能源、交通等细分领域延续 2022 年高增态势，城市综合开发、生态环境修复等将创造新的基础设施建设需求，基建投资增长具备可持续性。重点推荐低估值央企基建龙头中国中铁、中国交建、中国铁建、中国建筑。另外，AI 技术有望引领建筑行业生产方式变革，推进 BIM 在工程项目全生命周期的落地应用，推荐重点关注布局建筑数智化的标的华设集团、华阳国际。

风险提示：相关政策推进不及预期；重大项目审批进度不及预期；国央企改革推进不及预期。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）

联系人： 朱家琪

◆ 商贸零售行业双周报（23 年第 14 周）：登康口腔招股书梳理：从“冷酸灵”品牌看口腔护理市场发展

登康口腔即将登陆深交所主板上市。登康口腔主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，旗下拥有口腔护理知名品牌“登康”、“冷酸灵”，以及高端专业口腔护理品牌“医研”、儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”。核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分领域拥有 60%左右的市场份额。公司营业收入从 2019 年的 9.44 亿元稳健增加至 2022 年 13.13 亿元，CAGR 达 11.63%；归母

净利润在 2022 年达 1.35 亿元，相对于 2019 年实现翻倍增长，盈利能力稳步增强。

公司概况：分品类看，公司坚持成人基础口腔、儿童基础口腔、电动口腔护理和口腔医疗与美容护理四大产品矩阵，其中成人基础口腔护理为主要收入来源，2019 年以来占比均在 90%以上；分渠道看，公司目前以经销模式、直供模式与电商模式为主，受益于公司积极开拓电商业务，电商模式收入占比已由 2019 年 6.10%增加到 2021 年的 13.17%。公司整体盈利水平和费用率管控良好，2022 年净利率达 10.25%。公司上市募集资金将主要针对产品研发升级、渠道营销等多方面，进一步提升公司在口腔护理行业中的竞争地位。

行业概况：国内口腔清洁护理用品行业规模近年来持续稳定增长，2017-2021 年 CAGR 为 7.65%。其中牙膏、牙刷是口腔清洁护理市场的主要品类，2021 年分别占比 59.72%、33.87%。具体到牙膏市场来看，目前牙膏市场竞争格局基本稳定，且相对集中，2021 年全渠道计前十厂商市场份额合计达 75%，同时近年来疫情影响下本土品牌表现出比外资品牌更强的抗风险能力，云南白药、登康口腔等本土头部企业的市占率仍在稳步提升。

投资建议：维持板块“超配”评级。随着当前居民生活回归正常，整体消费积极向好趋势明显，但目前各板块股价均有一定预期反映，所以业绩兑现能力成为下一阶段关注重点，优质龙头仍将通过内生优势释放以及外延扩张，驱动行情不断演绎。1) 黄金珠宝：板块整体数据表现优异，金价稳步上行将刺激消费需求加速释放，绝对估值横向比较仍有修复空间，关注未来仍具备较大扩张空间，以及较强品类布局能力的优质标的。推荐：潮宏基、老凤祥、周大福等。2) 化妆品：即将进入二季度低基数以及品牌推新密集期，前期调整后部分标的估值吸引力将显现。推荐：鲁商发展、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等。3) 医美：客流恢复良好且长期景气度高，下游机构在客流加速修复下业绩弹性较强，上游产品方关注新品类入局机会。推荐：爱美客、医思健康、巨子生物。4) 主题机会：AIGC 技术在电商运营中应用逐步得到重视，关注积累了丰富用户数据和具备内容增值服务能力的代运营和跨境电商公司。推荐：壹网壹创、华凯易佰、安克创新等。

风险提示：疫情反复；新品推广不及预期；渠道拓展不及预期

证券分析师：张峻豪 (S0980517070001)

联系人：孙乔容若

◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（63）-本周全国生猪均价环比下跌 0.39%，仔猪均价环比下跌 1.19%

拥抱养殖链景气回暖，期待转基因稳步落地。1) 生猪：全面翻多生猪养殖板块。我们认为，短期猪价不管是回落还是提前启动上涨，均不影响中期猪价强势走势。另外，南方逐步进入雨季，养殖疾病有望步入高发期，后期猪价强势有望延续。核心看好出栏增速快、成本管控能力强的标的，重点推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份等。2) 禽：白鸡景气一方面受 2022 年祖代引种收缩传导的供给景气外，近年来白鸡进入家庭消费，消费提振开启独立周期，因此我们认为 2023 年白鸡板块有望开启高景气。黄鸡近期产能继续回落，伴随着生猪和白鸡景气回升，黄鸡价格再起的确定性更高，继续看好。禽板块核心推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等。3) 动保：多数头部企业 2023M1-M2 批签发同比保持回暖，普莱柯、生物股份、科前生物、中牧股份 2023 年 1-2 月批签发数据分别同比变动+81%、+30%、+12%、-16%。我们继续看好动保板块贝塔，中短期，受益下游养殖规模化趋势的加速，动保行业有望迎来业绩量利双击；长期，看好龙头市占率提升。核心推荐：科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯等。4) 饲料及宠物：饲料会更加向技术服务类企业集中，核心看好海大集团估值与业绩的双修复行情。此外，2023 年宠物板块有望伴随消费回暖，迎来较好机会，核心关注：中宠股份、佩蒂股份等。5) 肉制品：随着猪价的高位回落以及消费回暖，看好双汇发展的业绩上行表现；同时，双汇发展的基金持仓比例处于历史底部位置，建议关注。6) 种植链：看好全球潜在粮食安全危机背景下，国内合理有序安全地推进转基因种子落地。重点推荐：大北农、隆平高科、登海种业。

推荐养殖、后周期、种业三大主线。1) 生猪养殖推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份等；2) 禽推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等；建议关注：春雪食品、湘佳股份。3) 动保推荐：科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯等。4) 种植链推荐：大北农、隆平高科、登海种业等。

农产品价格跟踪：

生猪：3月24日全国仔猪均价 37.32 元/千克，较上周同期下跌 1.19%；全国外三元生猪均价 15.16 元/千克，较上周同期下跌 0.39%。

家禽：3月24日白羽肉鸡价格为 10.30 元/公斤，较上周同期下跌 1.34%；全国活鸡批发均价为 22.22 元/公斤，相较上周同期上涨 1.00%。

大豆：国内大豆现货价格本周维持在高位，3月24日为 5176.84 元/吨。

玉米：本周玉米收购价维持高位，3月17日为 2829 元/吨。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）

联系人： 李瑞楠、江海航

◆ 基础化工行业专题：电子特气行业分析框架

电子特气是第三大晶圆制造材料，市场规模不断增长。据 Techet 数据，2021 年全球晶圆制造材料细分市场，电子特气占比约 15%，市场份额约 45 亿美元，是第三大晶圆制造材料。2021 年全球电子特气市场规模约 45.4 亿美元，2022 年预计突破 50 亿美元，2025 年将达到 60.2 亿美元，2017-2025 年 CAGR 为 6.2%。据中国半导体工业协会数据，2021 年中国电子特气市场规模约 196 亿元，2022 年预计达到 220.8 亿元，2025 年达到 316.6 亿元，2016-2025 年 CAGR 为 14.2%。电子特气行业规模的高增速主要系国家政策大力支持与下游行业需求旺盛所致。

下游行业的高速发展加大企业对电子特气的需求。据亿渡数据，2021 年我国应用于集成电路的电子特气占比约为 43%，是电子特气第一大应用领域，显示面板、LED、光伏占比分别为 21%、13%与 6%。集成电路行业，据中国半导体行业协会统计，2021 年中国集成电路产业销售额为 10458.3 亿元，同比增长 18.2%，近些年来均保持高速增长，且未来仍具有较大增长空间。显示面板行业，据 DSCC 数据，2019 年中国显示面板产能全球市场份额约 70%，2020 年约占 74%，预计在 2025 年产能占比将达到 92%，国内产能扩张以及 OLED 面板渗透率的提升将进一步打开显示面板行业增长空间。光伏行业，据国家能源局数据，2021 年我国光伏新增装机容量达 54.93GW，同比增长 14%，近年来增速亮眼、此外，值得一提的是，ChatGPT 算力需求增加也将会促使相关企业加大对算力设备的采购，而近年来国内晶圆厂也处于密集扩产的周期，以上诸多因素均会有力带动上游原材料电子特气需求强劲增长。

国产电子特气市占率较低，国内企业在部分技术上已实现突破，国产特气渗透率将不断提升。目前，国内市场电子特气自给率不足 15%，我国电子特气供应“卡脖子”现象仍较为明显。从行业准入壁垒看，电子特气产业存在技术壁垒、认证壁垒、市场壁垒等诸多行业壁垒，目前国内企业已在部分核心技术上取得突破，如在气体纯化环节能将部分电子特气实现 9N 纯度，此前制约国内电子特气企业发展的主要因素是认证壁垒和市场壁垒，而在限制政策下，国内下游厂商优先选择国内电子特气企业进行配套，认证周期有望缩短。未来，凭借产能扩张速度快、人工及原材料成本低等本土化优势，国产电子特气的渗透率将不断提升。

投资建议：我们建议关注国内电子特气行业内初具产业规模的【华特气体】、【凯美特气】、【昊华科技】等公司。

风险提示：宏观经济波动和下游行业周期波动的风险；市场竞争加剧的风险；主要原材料价格上涨的风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、刘子栋（S0980521020002）、张玮航（S0980522010001）

◆ 电新行业专题：储能行业专题研究系列三：储能电芯-电芯专用化趋势明显，中国企业加速崛起

政策与经济双轮驱动，储能市场高速增长。2022 年全球新型储能装机量有望达到 48GWh，同比+109%。从表前储能市场来看，中国强制配储政策与美国 ITC 补贴引导行业发展，共享储能等商业模式优化、提

升储能项目经济性，政策与经济性双轮驱动市场规模提升。从表后储能市场来看，海外电价高企叠加用电稳定性差推动欧洲和美国户用储能需求提升，国内峰谷价差扩大拉动工商业储能发展。我们预计 2026 年全球新型储能新增装机量有望达到 810GWh，2022-2026 年均复合增速达到 103%。

储能电芯走向专用化，大容量和新材料体系值得关注。储能电芯下游客户为储能集成商，具备一定地域属性。表前市场业主资源相对集中，表后市场安装商与渠道商有较强市场话语权，储能集成商需要渠道建设来拓展份额，因而竞争格局呈现分散化、地域化等特征。储能市场爆发式增长带动电芯需求提升，2022 年全球储能锂电池出货量达 122GWh，同比+177%；我们预计 2026 年出货量有望达 1066GWh，2022-2026 年年均复合增速为 72%。储能电芯型号与应用场景匹配度高，且对安全性等要求高，电芯发展正趋于专用化。大容量/大圆柱/钠电池等方向凭借低成本等优势，逐步成为行业重要技术趋势。

龙头份额集中，国内新进入者众多。2022 年宁德时代/比亚迪/亿纬锂能分列全球储能电芯出货前三，市占率分别为 43/12/8%。全球出货前八名储能电芯企业中仅两家海外企业，且市场份额近年下降明显。国内企业凭借磷酸铁锂体系优势以及制造优势，实现份额的快速扩张。储能电芯专用产能供应相对紧张、海外市场需求强劲，盈利能力稳定、发展前景好，吸引了众多企业参与。宁德时代、亿纬锂能、中创新航等头部动力电池企业加强储能业务布局，珠海冠宇、蔚蓝锂芯、天能股份等消费或二轮车电池企业也积极拓展储能业务。

短期受益原料降价，长期综合竞争壁垒高。碳酸锂价格自 2022 年 11 月近 60 万元/吨一路下行至 27 万元/吨，电池成本有望降低约 0.2 元/Wh。储能电芯和系统产品的成本传导存在一定时滞，储能电芯企业有望受益于原料降价。长期来看，储能电芯壁垒在于：1) 行业具有认证准入门槛，且客户验证周期长；2) 渠道壁垒：下游集成商具备更强的话语权，长期合作关系形成行业壁垒；3) 技术壁垒：安全性、稳定性和一致性要求高。龙头企业凭借规模、技术和产品优势，有望保持份额；未来在大规格电芯/钠电池等方向具有技术领先性并且渠道能力强的企业，有望实现更高的成长性。产业链相关公司：鹏辉能源、亿纬锂能、宁德时代、瑞浦兰钧、国轩高科、中创新航、派能科技、海辰储能、天能股份、蔚蓝锂芯、珠海冠宇、德赛电池。

风险提示：储能需求不及预期；行业竞争格局恶化；原材料价格大幅波动。

投资建议：关注当前份额领先的储能电芯企业，推荐鹏辉能源、亿纬锂能、宁德时代。

证券分析师：王蔚祺 (S0980520080003)

联系人：李全

◆ 电子行业专题：算力芯片及 AI 服务器专题-AI 的 iPhone 时刻到来，电子的 AI 机遇兴起

AI 的 iPhone 时刻到来，微软、英伟达、华为等巨头密集推新。2022 年 11 月底，OpenAI 发布 ChatGPT，迅速引发全球关注，仅两个月时间，全球独立访问用户过亿。短时间内，全球巨头纷纷推出各自的生成式 AI 产品：3 月 2 日 OpenAI 开放 API 接口，16 日百度发布文心一言，17 日微软推出 Copilot，21 日英伟达在其 2023 GTC 推出一系列最新 AI 硬件和软件，3 月 24 日谷歌推出 Bard、OpenAI 实现插件支持，25 日华为推出“盘古”大模型。ChatGPT 兴起被看做 AI 的“iPhone 时刻”，类似于“互联网+”历程，生成式 AI 有望重塑各行业的传统业态，在此创新浪潮之中，推动科技产业升级的“比尔安迪”定律不再停留于 OS 层面，AI 应用和硬件算力正加速实现螺旋升级。

算力芯片及 AI 服务器需求激增，AI 新基建有望催化电子反攻行情。类似 2018-2019 年的电子行情，由于市场对智能手机量价成长空间一致性悲观，电子指数在 18 年下跌超 42%，紧接着在 19 年 5G 基础设施建设及 AIoT 终端创新的推动下，电子一年内反弹超 73%。如今，对于仍处在历史估值低位的电子板块而言，AI 应用的兴起一方面有望带动数据中心、服务器等相关新基建的放量，一方面有望革命消费电子终端的人机交互体验，进而加速各类终端电子化、智能化的进程，行业“短期景气复苏”与“中期 AI 创新成长”之间的逻辑共振正得以强化，“AI 的 iPhone 时刻”为电子估值修复提供了有力的市场情绪支撑，建议重点关注算力芯片及 AI 服务器相关产业链。

大模型 AI 对算力、存储需求大，推动芯片设计、制造升级。在大模型训练对数据总量的带动下，需要性能更高、功耗成本更低的算力芯片和大容量存储芯片。全球 AI 芯片市场预计由 18 年的 51 亿美元增至 25 年的 726 亿美元，CAGR 达 46.14%。当前主流的 AI 算力芯片主要包括 GPU、FPGA、ASIC、NPU 等，

GPU 在训练负载中具有绝对优势，多场景趋势下 AI 芯片将更加细分和多元，以寒武纪、海光信息等为代表的本土 AI 芯片企业正迎来国产替代机遇期。与此同时，由于受美国对我国半导体制裁影响，Chiplet 异构集成等先进封装有望成为本土 IC 企业应对制程和算力瓶颈的解决方案；存储芯片方面，3D NAND 堆叠层数提升和 DRAM 微缩化进程也有望提速。产业链推荐先进封装长电科技、通富微电，Chiplet IP 公司芯原股份，存储芯片兆易创新，

AIGC 或开启人机交互新模式、激发 AIoT 升级，端侧芯片有望受益。2011 年 Apple 推出 Siri，使语音助手成为当时人工智能竞赛热门赛道，但是由于智能化较低，全球语音助理、智能音箱及其他语音交互 AIoT 行业发展经过初期高速成长期后陷入沉寂。AIGC 在大语言模型和高算力支持下，自然语言理解能力迅速进化，有望拓展语音交互的能力空间，从而激发 AIoT 行业再次升级。与此同时，智慧视觉、工业自动化、智能交互平板、智能可穿戴、VRAR 等同样受益于 ChatGPT 等 AI 大语言模型所推进的场景数字化趋势，相关产业链推荐晶晨股份、裕太微、视源股份、海康威视、康冠科技、创维数字等。

随 AI 应用多元化带来数据量指数型增长，AI 服务器应运而生。AI 服务器是采用异构形式的服务器，如 CPU+GPU、CPU+TPU、CPU+其他的加速卡等。而普通的服务器是以 CPU 为算力的提供者，采用的是串行架构。在大数据、云计算、人工智能等应用渗透，数据呈现几何倍数的增长，CPU 的核心数已经接近极限，但数据还在持续增加，因此必须提升服务器的数据处理能力，AI 服务器应运而生。根据 IDC 数据，2022 年全球 AI 相关支出 1193 亿美元，同比增长 28.0%；预计 2026 年全球 AI 服务器市场规模将达到 355 亿美元，对应 22-26 年 CAGR 为 15.1%。

传输效率及运行功率提升，AI 服务器硬件全方位升级。服务器平台升级要求 PCB 层数增加、介电损耗降低，对应 ASP 显著提升，Prismark 预计 24 年全球服务器 PCB 将达 67.65 亿美元，5 年 CAGR 为 6.4%，增速远高于其他下游；而服务器数据传输速率的提升、端口数量的增加，亦将拉动以太网物理层芯片用量的增长；同时，为 CPU、GPU 供电所使用的多相电源需求量大增加。在此基础上，据英飞凌数据，AI 服务器系统功率将提升至原来的 3 倍，因此需要对服务器整机结构、散热方案等进行升级才能满足 AI 服务器长期稳定运行的目的，相应的，功率半导体用量显著提升且器件品类向超结 MOS、GaN 器件过渡。AI 服务器产业链推荐：1) 代工：工业富联、环旭电子、闻泰科技；2) PCB：沪电股份、深南电路、东山精密、鹏鼎控股；3) 电源及安全芯片：国芯科技、杰华特、东微半导、新洁能、扬杰科技。

风险提示：AI 应用推广低于预期，AI 投资规模低于预期，AI 服务器渗透率提升低于预期，AI 监管政策收紧等。

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

联系人： 詹浏洋

◆ 通信行业周报 2023 年第 10 期：运营商加强数字化投入，AI 迎来“iPhone 时刻”

行业要闻追踪：运营商公布 2022 年业绩。三大运营商 2022 年传统业务稳健增长，创新业务动能强劲。资本开支方面，运营商资本开支占收比有望走低，且结构优化，重点面向算网等创新领域加大投入。建议关注三大运营商【中国移动】、【中国电信】和【中国联通】；以及受益算网建设的相关设备商，如【中兴通讯】、【紫光股份】、【锐捷网络】、【菲菱科思】等。

英伟达召开 GTC 开发者大会。AI 产业迎来“iPhone 时刻”，应用有望推广。建议关注超算/智算中心的底层硬件，包括服务器、网络设备，以及温控设备如【英维克】、【申菱环境】等，光器件光模块如【中际旭创】、【天孚通信】等，高速线缆及连接器如【鼎通科技】等。除此以外，芯片厂商加速推动端侧 AI 大模型应用，智能模组有望成为边缘智能关键载体，建议关注【移远通信】、【广和通】等模组厂商以及端侧芯片如【瑞芯微】等。

行业重点数据追踪：1) 运营商数据：据工信部，截至 2023 年 2 月，5G 移动电话用户达 5.92 亿户，占移动电话用户的 34.9%；2) 5G 基站：截至 2023 年 2 月，5G 基站总数达 238.4 万个；3) 云计算及芯片厂商：22Q4 BAT 资本开支合计 134 亿元（同比-47%，环比-14%）；22Q4 海外三大云厂商及 Meta 资本开支合计 389.34 亿美元（同比+7%，环比-1%）。2023 年 2 月，服务器芯片厂商信骅实现营收 2.23 亿新台币（同比-33.20%，环比+1.21%）。

行情回顾:本周通信(申万)指数上涨 5.99%,沪深 300 指数上涨 2.23%,板块表现强于大市,相对收益 3.76%,在申万一级行业中排名第 3 名。在我们构建的通信股票池里有 163 家公司(不包含三大运营商),本周平均涨跌幅为 6.7%,其中光器件光模块、IDC 和光纤光缆领涨,分别上涨 16%、11%、10%。

投资建议:全面看多通信行业核心资产

数字中国主线确定,受益于算力基础设施建设与数据要素催化,全面看多通信行业核心资产;同时,数字经济下部分低估值板块与政府支出受益板块有望迎来估值提升,建议配置:

(1) 数字基础设施:算力基础设施如服务器/交换机(菲菱科思、锐捷网络、紫光股份等)、光器件光模块(天孚通信等)、IDC(奥飞数据等),工业通信(三旺通信、映翰通等),设备商如(中兴通讯等);

(2) 数据要素:三大运营商(中国移动、中国电信、中国联通);

(3) 低估值与政府支出受益板块:物联网(移远通信、广和通、拓邦股份等),北斗(华测导航等)。

2023 年 3 月份的重点推荐组合:中国移动,中国电信,中国联通,中兴通讯,菲菱科思,华测导航,移远通信。

风险提示:疫情反复风险、资本开支不及预期、贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师: 马成龙(S0980518100002)、付晓钦(S0980520120003)

联系人: 袁文翀

◆ 海伦司(09869.HK) 财报点评:2022 年经营承压兼模式调整,2023 年轻装上阵迎复苏

2022 财年经调整净亏损 2.45 亿元,符合前期业绩预告。2022 财年,收入 15.59 亿元/-15.1%;归母净亏损 16.01 亿元(21 年-2.30 亿元),系股权激励 5.03 亿元+计提减值损失 8.53 亿元,主要为约 240 家永久闭店+约 100 家直营转加盟+静默门店所计提资产减值损失,其中减值绝对值贴近前期预告上限,新财年公司有望轻装上阵;经调净亏损 2.45 亿元(21 年 1.11 亿元),与预告一致符合预期。2022H2,收入 6.86 亿元/-29.1%;归母净亏损 12.97 亿元(21H2-2.05 亿元);经调净亏损 1.45 亿元(21H2 0.31 亿元)。

分业务来看,2022 财年,自有/三方酒饮/其他产品/加盟收入 11.92/3.11/0.36/0.11 亿元,同比-16.7%/-11.2%/-10.1%/+2128.3%;占比 76.5%/20.0%/2.3%/0.7%,同比-1.5/+0.9/+0.1/+0.7pct。自有/三方酒饮毛利率 75.6%/50.1%,同比-4.6/-1.3pct,系疫情下公司加大促销力度所致。

扩张押注低线城市下沉市场,转型特许合作模式。2022 财年,新开/关闭/净减 179/194/15 家;期末经营 767 家,其中特许合作/直营门店 126/641 家(特许合作门店含新开加盟 20+/直营转加盟 100+),加盟占比 16.4%,持续推进加盟门店布局;一线/二线/三线及以下/中国香港-2/-61/+48/+0 家;占比 10.4%/48.5%/40.9%/0.1%,同比-0.1/-6.9/+6.9pct/持平,三线及以下城市门店占比显著提升。

疫情致单店日销承压,低线城市表现相对占优。2022 财年,公司单店日销 0.70 万元/-23.9%,其中一线/二线/三线及以下城市酒馆单店日销分别为 0.76/0.66/0.73 万元,同比-30.3%/-24.1%/-22.3%;同店日销 0.94 万元/-24.6%,日销下滑系疫情形势复杂影响客流&有效营业天数。

期间费用率上行,股权激励绑定核心员工。2022 财年,公司期间费率 120.6%/+45.5pct;其中,原材料/员工/使用权资产折旧成本占比分别同比+4.6/+32.7/+8.3pct,其中员工成本占比大幅上行系一次性确认股权激励费用 5.03 亿元(2021 年 0.92 亿元,预留股份基本全部授出、预计后续相关费用将大幅降低),意在与骨干员工实现绑定,若剔除股权激励,则期间费率/员工成本占比 88.4%/32.1%,同比+18.3/+5.4pct。

新门店模型打磨基本成熟,下半年开店有望重启。经过为期一年的摸索实验,我们认为海伦司·越模型基本打磨成熟,且新模型抗风险能力更强。我们判断公司 2023H2 有望重启扩张(预计新增约 200 家+、50 家存量门店扩建),且新开门店更多以加盟&越模式进行。

风险提示:疫情反复、开店节奏不及预期、行业竞争加剧、核心人员离职

投资建议:疫情背景下公司新门店模型逐渐迭代成熟,公司核心骨干成员均已实现股权层面的紧密绑定。

且据国信社服近期跟踪，23 年 1/2 月，同店日销已恢复至 21 年同期 96%/107%（19 年同期 110%/117%），单店日销边际走高，我们认为公司经营的至暗时间节点已过，2023H2 有望重启快速开店。预计公司 2023-2025 年分别实现收入 27.59/31.98/35.60 亿元，经调归母净利润为 4.26/6.46/7.77 亿元（原为 4.32/6.51/-亿元），同比增速 274%/52%/20%，EPS 为 0.34/0.51/0.61，对应 PE 估值为 39/26/21x，维持公司“买入”评级，看好公司经营触底后的反弹动能。

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

联系人： 白晓琦

◆ 西部矿业(601168.SH) 财报点评:盐湖提锂贡献业绩，高分红比例回报全体股东

2022 年公司业绩同比增长 17.5%。2022 年实现营收 397.62 亿元(+3.5%)，归母净利润 34.46 亿元(+17.5%)，扣非归母净利润 32.66 亿元(+16.1%)，经营性净现金流 102.52 亿元(+28.9%)。其中 2022Q4 营业收入 127.86 亿元(+36.9%)，归母净利润 10.52 亿元(+55.9%)，扣非归母净利润 8.98 亿元(+46.6%)。高现金分红比例回报全体股东：公司公布 2022 年度利润分配方案，向全体股东每 10 股派发现金股利 14 元（含税），共计分配 33.36 亿元，占 2022 年度可分配利润的 96.81%。

2022 年公司盈利增加主因东台锂资源投资收益。公司于 2022 年 3 月收购西矿集团持有的东台锂资源 27% 股权，受益于 2022 年碳酸锂价格高位运行，东台锂资源公司 2022 年归母净利润达 35.3 亿元，增加上市公司本期损益 8.4 亿元。主营业务方面，2022 年公司毛利润 77.1 亿元，比 2021 年下降 3 亿元。其中铜类产品毛利润 44.3 亿元，同比下降 4.5 亿元，是主要的拖累项，锌产品和铅产品毛利润分别下降 1.36 亿元和 2.24 亿元。

铜矿版块仍然是公司最大盈利来源。2022 年公司铜精矿产量 14.4 万金属吨(+1.9 万吨)，锌精矿产量 11.2 万金属吨(-2.1 万吨)，铅精矿产量 5.2 万吨(-0.9 万吨)。其中玉龙铜业贡献大部分利润：根据公司披露的信息推算，2022 年青海玉龙铜矿产量 13.13 万吨，内蒙古获各琦铜矿产量 1.44 万吨。2022 年玉龙铜业净利润 35.56 亿元，上市公司持股比例 58%，玉龙铜业归属于上市公司利润为 20.6 亿元。

风险提示：产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

投资建议：维持“买入”评级

预计公司 2023-2025 年营收分别为 466/471/476 亿元，同比增速 17.1%/1.1%/1.1%，归母净利润分别为 37.36/42.33/45.89 亿元，同比增速 8.4%/13.3%/8.4%；摊薄 EPS 分别为 1.57/1.78/1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 7.2/6.4/5.9X。公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，具备优先获取我国西部优质矿产资源的优势。公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利达产，2022 年满负荷生产。同时公司从固体矿产采选冶拓展至盐湖锂镁资源，受益于较高的锂盐价格，公司利润也将显著增厚，维持“买入”评级。

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

◆ 华菱钢铁(000932.SZ) 财报点评:业绩稳健，汽车板公司业绩亮眼

盈利下滑但远优于行业平均水平。2022 年，面对行业需求下滑、原燃料价格高位运行等不利因素影响，公司积极把握下游市场机遇，优化产品结构，提升运营效率，表现出较强的盈利韧性。公司实现归母净利润 63.79 亿元，同比下降 34.10%。四季度单季，公司实现归母净利润 12.48 亿元，环比下降 4.76%。此外，公司计划向全体股东每 10 股派发现金股利 2.4 元人民币（含税），共计派发现金 16.58 亿元，现金分红比例提高至 26%。

板管棒线均衡发展，下游领域覆盖全面。公司产品涵盖宽厚板、热冷轧薄板、线棒材、无缝钢管四大系列近万个品种规格，种类齐全。下游行业覆盖能源及电力、汽车、基础设施、房地产、船舶及海工等各行各业，前三大行业销量占比分别为 18.3%、12.5%、11.7%。随着需求波动，公司主要品种间具备较强的柔性生产切换能力，可有效弱化下游单一行业周期波动带来的负面影响。2022 年公司板材、长材、管材产品毛利率分别为 14.56%、5.89%、13.63%。

品种钢销量提升，成本传导能力不断加强。近年来，公司通过产线结构升级以及研发投入增长，实现了品种钢销量的不断提升，2022 年品种钢占比已达 60%，成本传导能力持续提升。汽车板公司二期项目已

于 2022 年底投产，后续将新增年产能 45 万吨，并引进第三代冷成形超高强钢和锌镁合金镀层高端汽车板产品。近年来，汽车板公司业绩持续提升，2022 年汽车板公司实现净利润 16.52 亿元，同比大幅增长 168.99%。

经营效率提升，期间费用降低。公司聚焦指标提升，劳动生产率持续提升。2022 年，公司钢材产量达 2657 万吨，同比增加 100 万吨，人均产钢量提升至 1116 吨，同比增加 53 吨。伴随着优良的经营情况，公司有息债务规模降低，并主动调整债务结构，使公司财务费用明显减少。2022 年，公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占营业总收入比重分别为 0.27%、1.05%、3.82%、-0.01%。

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。

投资建议：公司品种钢占比提升，降本增效成果显著，业绩稳居行业第一梯队。考虑到公司高端产品放量，我们小幅上调业绩预测。预计公司 2023-2025 年营业收入 1667/1659/1666（原预测 1642/1640/-）亿元，同比增速 -1.2/-0.4/0.4%，归母净利润 69.6/73.5/78.7（原预测 68.0/69.5/-）亿元，同比增速 9.2/5.6/7.0%；摊薄 EPS 为 1.01/1.06/1.14 元，当前股价对应 PE 为 5.4/5.1/4.8x，维持“增持”评级。

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

◆ 紫金矿业(601899.SH) 财报点评:多元化布局，未来三年成长性值得期待

公司发布 2022 年年报:实现营收 2703.29 亿元,同比+20.09%;实现归母净利润 200.42 亿元,同比+27.88%;实现扣非归母净利润 195.31 亿元,同比+33.04%;实现经营活动产生的现金流量净额 286.79 亿元,同比+10%。

核心矿产品产量方面:2022 年,公司矿产金产量 56.4 吨,同比+18.76%;矿产铜产量 87.7 万吨(包含卡莫阿权益产量 15.0 万吨),同比+48.72%,公司新增矿产铜约 29 万吨,增量贡献约占全球当年净增量的 40%,成为全球主要铜企矿产铜增长最多的公司;矿产锌产量 40.2 万吨,同比+1.48%;矿产银产量 387.5 吨,同比+25.47%。公司成长为全球第 6 大铜生产企业,全球第 9 大金生产企业,全球第 4 大铅锌生产企业。

逆周期并购发力,连续并购助力中长期成长性。逆周期并购是公司一以贯之核心发展战略,公司频频出手收购多个项目:①收购新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿;②收购山东海域金矿 30%权益;③收购苏里南 Rosebel 金矿项目;④收购安徽沙坪沟钼矿;四个并购项目的对价合计达到约 130 亿元人民币。

公司年初发布三年(2023-2025 年)规划和 2030 年发展目标纲要。2023-2025 年部分矿种主要产量规划目标:矿产铜 2023 年产量 95 万吨,同比+10.5%,2025 年产量 117 万吨,年复合增长约 11%;矿产金 2023 年产量 72 吨,同比+28.6%,2025 年产量 90 吨,年复合增长约 17%;碳酸锂 2023 年产量 0.3 万吨,2025 年产量将达到 12 万吨。

锂资源布局异军突起,“两湖一矿”格局形成。公司于 2021 年 10 月收购阿根廷 3Q 锂盐湖项目,总资源量约 763 万吨 LCE;项目一期年产 2 万吨电池级碳酸锂项目预计将于 2023 年底建成投产。公司于 2022 年 4 月收购西藏拉果错锂盐湖 70%股权,该盐湖碳酸锂备案资源量约 216 万吨;项目一期年产 2 万吨电池级氢氧化锂项目预计将于 2023 年底建成投产。公司于 2022 年 6 月收购湖南厚道矿业,获得湖南道县湘源锂辉多金属矿,项目一期 30 万吨/年已建成投产,项目二期 500 万吨/年工程正积极推进。综上,公司所控制的“两湖一矿”资源量已超过 1000 万吨 LCE,远景规划的年产能有望达到 12-15 万吨 LCE。

风险提示:项目建设进度不达预期,矿产品销售价格不达预期。

投资建议:维持“买入”评级。

预计公司 2023-2025 年营收为 2655/2751/2952 亿元,同比增速 -1.8%/3.6%/7.3%;归母净利润为 240.8/288.4/381.2 亿元,同比增速 20.2%/19.8%/32.2%;摊薄 EPS 为 0.91/1.10/1.45 元,当前股价对应 PE 为 13/11/8X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的,矿产资源储量丰富,国际化进程不断加快,战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型,核心矿种实现多元化布局,中长期成长路径明确,未来有望跻身全球超一流国际矿业企业,维持“买入”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、杨耀洪(S0980520040005)

◆ 兴发集团(600141.SH) 财报点评:磷矿石景气度维持高位,看好成长性新材料产品放量

2022 年业绩高速增长,业绩符合预期。公司发布 2022 年年度报告,公司 2022 年实现营收 303.1 亿元,同比增长 26.8%,归母净利润 58.5 亿元,同比增长 36.7%,实现扣非归母净利润 60.5 亿元,同比增长 35.4%。公司主营业务毛利率 34.9%,同比增长 2.0pcts,公司三费率为 3.7%,同比降低 1.1pcts,公司全年累计研发投入 12.4 亿元,研发费用率达到 4.1%,同比增长 0.4pcts,公司全年归母净利率为 19.3%,同比增长 1.4pcts,业绩符合预期。

全年磷化工、草甘膦景气增长,成长型产品加速放量。(1) 公司内蒙兴发 5 万吨/年草甘膦产能投产,回购农银投资持有泰盛公司 23.13% 少数股东股权,泰盛公司成为公司全资子公司。全年草甘膦营收 86.7 亿元,同比增长 21.7%,毛利率 58.1%,同比增加 17.9pcts。(2) 公司后坪磷矿 200 万吨/年采矿项目取得安全生产许可证,现磷矿产能 585 万吨/年,全年磷矿营收 8.6 亿元,同比增长 21.0%,毛利率达到 73.9%。(3) 食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品等成长型产品需求良好,年内新疆兴发 2 万吨/年二甲基亚砷、兴福电子 4 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级双氧水相继投运。全年食品添加剂、特种化学品、湿电子化学品分别营收 24.1、33.5、6.1 亿元,分别同比增长 57.1%、42.4%、68.5%,毛利率分别为 13.4%、53.4%、38.6%。

布局电子级化学品等成长性项目,有望贡献业绩增长。公司投资 8.9 亿元建设后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道输送项目,预计 2024 年 3 月投产,进一步提升磷矿自给比例;投资 8.8 亿元投建上海兴福电子化学品专区项目,包括 3 万吨/年电子级硫酸、1 万吨/年电子级功能性化学品、研发中心。此外,湖北兴友一期 10 万吨/年磷酸铁项目、湖北友兴一期 8 万吨/年磷酸铁锂项目、10 万吨/年磷酸二氢锂、5 万吨/年光伏胶、3 万吨/年液体胶、3 万吨/年电子级磷酸、2 万吨/年电子级蚀刻液等项目均在建,均有望于 2023 年投产。公司在黑磷、气凝胶、有机硅微胶囊等新材料产品均在做从 0 到 1 产业化放大开发,未来 1-2 年将成为公司新的快速盈利增长点。

风险提示:产品价格大幅波动,新建产能投放进度不及预期。

投资建议:维持“买入”评级。

我们预计 2023-2025 年归母净利润为 36.5/47.9/53.6 亿元,同比增速-37.7/31.5/11.8%;摊薄 EPS 为 3.26/4.28/4.79 元,当前股价对应 PE 为 9.3/7.1/6.3x,维持“买入”评级。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)、薛聪(S0980520120001)

◆ 蔚蓝生物(603739.SH) 公司快评:联手 ADM 新建食用益生菌产能

公司公告:蔚蓝生物全资子公司青岛蔚蓝生物集团有限公司与 Archer Daniels Midland Singapore, Pte. Ltd. 合资成立的艾地盟蔚蓝生物科技(山东)有限公司(以下简称“艾地盟蔚蓝生物”)拟投资约 4 亿元人民币,但总计不超过 6770 万美元(基于国家外汇管理局 2023 年 3 月 23 日公布的美元对人民币汇率中间价 6.87,折合约人民币 4.65 亿元)实施“微生态制剂研究及产业化项目”,项目资金来源包括双方承诺的对艾地盟蔚蓝生物的出资额人民币 1.60 亿元,余下资金需求可以由投资双方根据项目进度分阶段按照各自对艾地盟蔚蓝生物持股比例以股东贷款或股东增资方式进行。“微生态制剂研究及产业化项目”旨在新建食品益生菌的生产工厂,建设地址位于艾地盟蔚蓝生物的生物厂区内,预计将于 2025 年初正式投入生产运营,届时艾地盟蔚蓝生物将新增功能性益生菌菌粉原料产能 100 吨,益生菌液体产品产能 100 吨。

国信农业观点:1) 国内益生菌市场规模已接近千亿,未来随应用场景拓展、人均消费水平提升以及自有品牌份额提升,市场有望迎来“扩容+替代”的双重机遇,国内研发实力强、业务体系全的头部益生菌研发销售企业成长空间较大。2) 蔚蓝生物作为国内较早进入微生态产品领域的企业,目前已建立了自研发至销售的完整业务体系,可通过自研平台为客户提供个性化、差异化、跨界的益生菌产品及解决方案。2022 年 5 月与 ADM 成立合资公司艾地盟蔚蓝生物后,蔚蓝生物由内及外实现了前沿研发资源和全球分销网络的整合扩充。未来依靠 B2B 为主的销售模式,艾地盟蔚蓝生物将链接蔚蓝生物和 ADM 的研发资源和储备菌株,持续为全球客户提供包含前期研发在内的定制化全程服务,品牌、产能、市场占有率、渠道等多方面实力也将在新建项目投产运营后得到进一步提升。4) 风险提示:爆发大规模不可控畜禽

疫病的风险，原材料价格波动风险，新品推广不及预期风险。5) 投资建议：公司是国内微生物龙头，酶制剂业务受益饲料禁抗政策稳健发展，微生态业务布局不断加速，食用益生菌产能落地后有望打开成长边际。考虑到低猪价对需求的压制以及新品推广成本增加，我们下调公司 22-24 年归母净利润预测至 0.96/1.20/1.33 亿元（原为 0.93/1.35/1.46 亿元），对应 EPS 分别为 0.38/0.48/0.53 元，PE 分别为 36.7/29.4/26.4 倍，维持“增持”评级。

证券分析师： 鲁家瑞 (S0980520110002)

联系人： 李瑞楠、江海航

◆ 金龙鱼(300999.SZ) 财报点评:2022 年全年盈利承压，Q4 盈利环比明显改善

2022 全年业绩承压，四季度环比回暖明显。2022 年公司实现营收 2574.85 亿元（同比+13.82%），归母净利润 30.11 亿元（同比-27.12%），其中 2022Q4 公司单季毛利率环比+2.07pct 至 5.10%，归母净利同比+45.90%至 6.58 亿元，盈利边际改善明显。此外，公司 2022 年费用控制能力进一步加强，销售期间费用率为 3.97%，同比减少 15%。公司作为厨房食品龙头，品牌及渠道优势依然稳固，销量与营收规模稳步增长。

原材料上涨趋势缓和，四季度盈利明显提升。2022 年公司厨房食品、饲料原料及油脂科技两大主业收入稳步扩张，分别同比增长 10.67%、19.50%，但盈利水平承压，毛利率分别同比-1.62pct 至 6.68%，同比-3.60pct 至 3.81%，主要系受到全球通胀、俄乌冲突及天气影响，大豆、棕榈油、小麦等原材料价格上涨明显，同时受国内经济疲软、消费不振等因素影响，公司产品价格上调的幅度不能完全覆盖原材料成本的涨幅。2022 年下半年开始大豆、棕榈油等原料价格回落，公司成本端压力减缓，投资收益亦转正（2022Q3 和 Q4 分别实现投资收益 1.80 亿元、8.25 亿元），业务毛利率同步回升（2022Q4 单季毛利率环比+2.07pct）。

高端产品销量稳步增长，央厨等新项目顺利落地。公司具备产业链延伸和多元化发展能力，已将食用油经验成功复制到小包装食用植物油、包装面粉、包装米等领域，2022 年公司持续加强高品质厨房食品的推广力度，高端产品的销量稳步增长，产品结构持续优化。在 2022 年双 11 活动中，公司的高端产品包括胡姬花花生油、欧丽薇兰橄榄油、金龙鱼金玉稻香五常大米、金龙鱼高筋麦芯小麦粉、金龙鱼活性发酵挂面礼盒等销量增长尤其明显，在天猫、京东等主流平台上得到认可。此外，公司在 2022 年亦持续进行米、面、油、中央厨房等厨房食品新基地的建设，截至 2022 年年底，公司在全国拥有 75 个已投产生产基地，米面产能进一步增加，央厨杭州、周口、重庆基地顺利投产。新基地的建成有望充分发挥规模经济优势，使得公司整体物流、库存成本降低，实现效率最大化，在原材料高涨的背景下进一步稳固成本优势。

风险提示：天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险。

投资建议：厨房食品龙头，多元化发展值得期待，维持“买入”。

公司是管理层优秀的优质成长标的，“强品牌+多渠道+低成本”的优势明显，厨房食品龙头地位稳固，看好长期发展。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.70/0.87/1.06 元，对应 PE 为 62/50/41 X，维持“买入”评级。

证券分析师： 鲁家瑞 (S0980520110002)

联系人： 李瑞楠、江海航

◆ 伯特利(603596.SH) 财报点评:智能电控业务放量提速，2022 年归母净利润同比增长 39%

2022 年净利润同比+39%，智能电控业务放量提速。2022 年伯特利实现营收 55.39 亿元，同比+58.61%，归母净利润 6.99 亿元，同比+38.49%，扣非净利润 5.88 亿元，同比+36.47%；22Q4 营收 18.55 亿元，同比+59.38%/+18.15%，归母净利润 2.11 亿元，同比+62.33%/+11.62%。分业务来看，1) 机械制动业务：22 年收入 26.61 亿元（同比+26.97%），其中盘式制动器销量+25.73%，轻量化制动零部件销量+19.62%；2) 智能电控业务：22 年收入 23.74 亿元（营收+86.24%），销量+89.81%，营收占比 42.86%，同比+6.36pct；3) 机械转向业务：机械转向产品实现营收 2.77 亿元，22H2 销量 151.4 万套。

毛利率环比持续改善，重视研发夯实竞争力。2022 年公司毛利率 22.44%，同比-1.75pct，主要系 1) 22 年原材料涨价等因素影响；2) 线控制动产品处于量产爬坡期；分产品看，机械制动产品毛利率 22.04%，同比-0.16pct，电控制动产品毛利率 20.03%，同比-4.40pct；毛利率季度改善明显，22Q4 毛利率 23.34%，同环比+1.21pct/+1.56pct，预计随线控制动放量叠加原材料成本缓和，整体毛利率有望持续改善；2022 年公司持续加大研发，研发费率 6.83%，22Q4 研发费率 7.14%，同环比-0.95pct/+1.87pct，公司稳步推进新品研发及量产（自主研发新一代 D-EPB、ADAS 在 22 年已有 6 个项目陆续量产、WCBS 2.0 和 EMB 研发推进中、启动 DP-EPB、R-EPB 转向系统和线控转向系统研发）；2022 年公司净利率为 12.6%，同比-1.8pct。

定点突破、产能提升、产品扩展保障增长势能。1) 定点突破：22 年公司轻量化/EPB/ESC/WCBS/EPB/ADAS/机械转向产品分别新增 46/61/10/61/9/8/17 个定点；2) 产能提升：墨西哥年产 400 万件轻量化零部件项目于 22 年底做好生产准备；年产 40 万套 EPB 项目已于 22 年 7 月投产；22 年新增两条线控制动产线（第二、三条产线于 22H2 投产，预计第四、五条产线将于 23Q1 投产，第六条将于 23Q2 投产）；3) 产品拓展：22H1 通过收购万达转向将产品拓宽至转向领域；WCBS 2.0 研发顺利推进中；后续拓展副车架、铸铝卡钳、轮房等产品；启动 DP-EPB、R-EPB 转向系统、线控转向系统研发工作。

风险提示：终端需求不及预期的风险；产品技术研发不及预期的风险。

投资建议：国产制动系统龙头企业，维持“买入”评级。

公司是国产制动系统龙头企业，看好公司智能电控产品加速放量带来的业绩增量，我们调整盈利预测，预计公司 22/23/24 年归母净利润为 7.0/9.7/13.3 亿元（原 6.5/10.3/13.8 亿元），对应 EPS 为 1.70/2.36/3.23 元（原 1.60/2.51/3.37 元，对应 PE 为 42/30/22 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）

◆ 爱柯迪(600933.SH) 财报点评:新能源订单持续放量，2022 年归母净利润增长 109%

新能源订单持续放量，全年归母净利润同比增长 109%。爱柯迪 2022 年实现营业收入 42.65 亿元，同比增长 33.1%，实现归母净利润 6.49 亿元，同比增长 109.3%，实现扣非归母净利润 6.03 亿元，同比增长 157.1%。2022Q4 实现营业收入 12.39 亿元，同比增长 45.1%，环比增长 3.8%，实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 678.2%，环比增长 24.2%，实现扣非归母净利润 2.06 亿元，同比增长 1265.5%，环比下降 2.7%。营收实现高增长得益于新能源客户订单持续放量，公司 2022 年新能源汽车用产品销售收入占比已提升至约 20%，2022 年铝合金压铸板块获得的项目中新能源新增收入占比约 70%，将持续为公司增长提供动力。

规模效应释放盈利能力提升。公司 2022 年公司销售毛利率 27.77%，同比+1.45pct，销售净利率 15.80%，同比+5.73pct，扣非归母净利润率 14.1%，同比+6.82pct。公司 2022 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.49%、5.88%、4.81%、-2.04%，同比分别为+0.14pct、-1.62pct、-0.94pct、-4.73pct，期间费用率为 10.15%，同比-7.15pct。公司财务费用降低主要系汇兑收益增加，整体盈利能力提升得益于原材料价格的下降、提升管理效率、公司业务放量带来的规模效应等。

持续完善产品品类，产能逐步释放。公司保障通用中小型压铸件市占率同时基本上实现了新能源汽车三电系统、车身结构件、热管理系统、智能驾驶系统等用铝合金压铸件产品的覆盖。产能方面，公司柳州基地于 2022Q2 正式竣工投产，智能制造科技产业园项目于 2022 年 11 月厂房竣工交付，安徽一期项目计划于 2024 年下半年竣工交付，启动墨西哥二期工厂建设，主打 3000T-5000T 压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品，建设马来西亚生产基地，完善产业链配套，保障原材料供应。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、客户拓展风险、市场风险、技术风险。

投资建议：上调盈利预测，上调至“买入”评级。公司新能源业务稳步推进，产能逐步释放，成长性和确定性强，上调公司盈利预测，预测公司 2023-2025 年营业收入 55.39/69.43/86.48 亿元（原 23/24 年为 49.43/60.38 亿元），同比增长 29.9%/25.3%/24.5%。预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.01/10.07/12.76 亿元（原 23/24 年为 7.28/9.42 亿元），同比增长 23.5%/25.6%/26.8%，每股收益为

0.91/1.14/1.44 元，对应 PE 为 24/19/15 倍，上调至“买入”评级。

证券分析师： 唐旭霞 (S0980519080002)

联系人： 王少南

◆ 沪电股份(002463.SZ) 财报点评:深耕高端数通 PCB，受益数字经济时代新基建

2022 年公司实现营收同比增长 12.4%，归母净利润同比增长 28%。2022 年公司实现营收 83.36 亿元 (YoY +12.4%)；归母净利润 13.62 亿元 (YoY +28.0%)。其中，沪利微电实现营收 20.46 亿元 (YoY -3.73%)，净利润 1.98 亿元 (YoY +12.51%)；黄石沪士实现营收 19.90 亿元 (YoY +39.59%)，净利润 2.98 亿元 (YoY +80.27%)。公司营收、利润稳定增长主要得益于：1) 国内疫情防控逐步放开，全球芯片、特定组件供应短缺等制约因素缓解，终端需求积压的订单得以执行，公司产品库存得到消化；2) 沪利微电、青淞厂中低端产品转向黄石，同时针对相关瓶颈及关键制程进行升级和扩充；3) 黄石二厂汽车板专线新增产能全面释放。

AI 大模型时代算力爆发，推动高速服务器和交换机升级。22 年公司企业通讯市场板实现营收 54.95 亿元 (YoY +13.9%)，毛利率 34.33% (YoY +4.97pct)。2022 年 5G 基站相关 PCB 产品需求不振，但高速网路设备、高速运算服务器、AI 等新兴市场实现了结构性高增长。近期 ChatGPT 的成功证明了商业 AI 应用的可行性，随着 AI 场景落地，预计到 2025 年全球数据创建量将增长到 180ZB 以上，数据洪流对端、边、云的冲击将推动数据基建的新一轮投入，加速服务器平台升级 PCIe5.0，交换机升级到 400G/800G。

公司企业通讯板产品针对性升级。公司 EGS 级服务器领域产品已实现量产；HPC 领域，应用于 AI 加速、Graphics 的产品，应用于 GPU、OAM、FPGA 等加速模块类的产品以及应用于 UBB、BaseBoard 的产品已批量出货，正在预研 UBB2.0、OAM2.0 的产品；交换机领域，应用于 Pre800G 的产品已批量生产，应用于 800G 的产品已实现小批量的交付；基于数据中心加速模块的多阶 HDI Interposer 产品，已实现 4 阶 HDI 的产品化，目前在预研 6 阶 HDI 产品，同时基于交换、路由的 NPO/CP0 架构的 Interposer 产品也同步开始预研；在半导体芯片测试线路板部分重点开发 0.35mm 以上 Pitch 的高阶产品。

22 年公司汽车板业务实现营收 18.97 亿元 (YoY +12.80%)。22 年公司实现 800V 高压 PCB 产品的量产，23 年初公司使用自有资金向沪利微电增资 7.76 亿元，扩充汽车高阶 HDI 产能。22 年末，公司与 Schweizer 签署了《股权转让协议》，该交易如经批准完成，胜伟策将成为公司控股子公司。未来，公司将继续推进 48V 轻混系统样品测试与认证，争取 4Q23 量产，同时加快推进应用于 800V 架构的产品技术及 p2Pack 技术的商业化应用。

投资建议：我们预计公司 23-25 年归母净利润 18.00/25.55/30.16 亿元 (YoY +32.2%/42.0%/18.0%)，对应 22-24 年 PE 为 22x/16x/13x。

风险提示：新产品拓展不及预期，下游需求不及预期，客户导入不及预期等。

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

◆ 工业富联(601138.SH) 财报点评:工业富联(601138.SH)-AI 打开算力新时代，云计算业务高速增长

2022 年公司营收同比增长 16.4%，归母净利润同比增长 0.3%。工业富联由富士康内四大业务拆分重组形成：通信网路设备、云计算、超精密机构件和工业机器人。22 年公司实现营收 5118.50 亿元 (YoY +16.40%)，归母净利润 200.73 亿元 (YoY +0.30%)。利润率方面，22 年公司毛利率 7.26% (YoY -1.05pct)，净利率 3.92% (YoY -0.64pct)，销售费用率 0.21% (YoY +0.01pct)，管理费用率 0.75% (YoY -0.2pct)，研发费用率 2.26% (YoY -0.2pct)。

22 年云计算业务收入 2124.44 亿元 (YoY +19.56%)，连续 5 年保持成长趋势。公司与全球主要服务器品牌商、国内外 CSP 客户深化合作，推出新一代云计算基础设施解决方案，包括模块化服务器、高效运算 (HPC) 等，重点解决因 ChatGPT 持续升温而引发 AIGC 算力井喷需求。公司云计算服务器出货量持续全

球第一，云服务商产品在云计算收入中占比快速提升，2022 年超 40%，AI 硬件相关产品 2022 年出货加倍，AI 服务器及 HPC 出货在 2022 年云服务商产品中占比约 20%。新市场方面，云端游戏机柜系统产品开始出货，并持续投入绿色计算研发，推出数据中心先进冷却、低碳技能等解决方案。

22 年通信及移动网络设备收入 2961.78 亿元 (YoY +14.37%)。随着全球企业数字化、5G 基建和智能家居需求提升，工业互联网、元宇宙、AIGC 等新兴市场增长，流量持续增加。企业网络设备方面，公司拥有占全球市场份额超 50% 以上的领先客户群体，企业交换机业务快速成长，网络安全产品有望为公司带来新的成长动能；无线网络设备方面，公司拥有 5G 和 Wi-Fi 6/6E 核心技术，目前正深化企业 Wi-Fi 7 产品布局，加大“工业元宇宙”领域布局。

22 年工业互联网业务收入规模达 19.12 亿元，同比增长 13.46%。公司工业互联网平台（灯塔工厂/标准软件/Fii Cloud）业务三大核心板块均实现快速增长：卓越制造咨询与灯塔工厂解决方案业务收入增长 113%，客户增长 60%；一站式数字制造运营业务收入增长 283%，客户增长 63%；云与平台服务业务收入增长 140%，资源规模增长 53%。公司拥有一站式数字化转型服务能力及全场景产品体系，服务企业超 1500 家。截至 22 年，公司在灯塔工厂布局方面，赋能 6 座灯塔工厂，并打造世界首座精密机构件加工灯塔工厂。

投资建议：我们预计公司 23-25 年归母净利润 239.6/267.4/297.6 亿元 (YoY +19.4%/11.6%/11.3%)，我们给予公司 23 年 18-22 倍 PE，对应目标价 21.72-24.13 元，维持“买入”评级。

风险提示：新产品拓展不及预期，下游需求不及预期，客户导入不及预期等。

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

联系人： 詹浏洋

◆ 芯原股份(688521.SH) 财报点评:积极推进 Chiplet 产业化，有望受益于大模型 AI 时代

2022 全年扣非净利润扭亏为盈，在手订单今年内预计实现营收 17 亿元。2022 年营收 26.79 亿元 (YoY 25.2%)，归母净利润 0.74 亿元 (YoY 455.3%)，扣非归母净利润 0.13 亿元，上市后首次实现全年扣非净利润转正，毛利率提升至 41.6% (YoY +1.5%)。其中 4Q22 营收 7.95 亿元 (YoY 28.6%，QoQ 18.3%)，归母净利润 0.41 亿元 (YoY 16.9%，QoQ 128.6%)，扣非归母净利润 0.2 亿元 (YoY -14.2%，QoQ 198.0%)。截至 2022 年底，公司在手订单 21.5 亿元，其中在 2023 年内转化金额为 16.95 亿元，为今年业绩成长奠定坚实基础。

系统解决方案能力提升，推进 Chiplet 产业化有望受益于大模型 AI 时代。2022 年公司整体研发投入 8.37 亿元，其中费用化 7.93 亿元，整体研发投入占营收比重 31.2%。来自系统厂商、大型互联网公司和云服务提供商客户的收入达 12.3 亿元 (YoY 58.4%)，比重提升至 45.8% (YoY +9.6pct)，可见公司提供硬件和软件完整系统解决方案的能力显著提升。公司持续推进 Chiplet 技术产业化，于 2022 年 3 月加入 UCle 产业联盟，继续强化公司在自动驾驶、数据中心和平板电脑领域的布局，有望在 AI 大算力时代受益。

半导体 IP 授权业务：单次授权费用增长 55%。全年半导体 IP 知识产权授权次数达到 190 次 (2021 年 228 次)，实现使用费收入 7.9 亿元 (YoY 28.8%)，平均单次授权费用 413.4 万元 (YoY 54.6%)；特许权使用费收入 1.08 亿元 (YoY 12.5%)。来自图形处理器、神经网络处理器和视频处理器 IP 的收入合计占半导体 IP 授权业务收入约 65%。

一站式芯片定制服务业务：规模效应助量产业务毛利率提升 9pct。2022 年，公司芯片设计业务/量产业务收入为 5.73/12.1 亿元 (YoY 4.5%/36.4%)。其中芯片设计业务收入近 55% 来自 7nm 及以下工艺节点；全年量产 118 个芯片项目确认收入，待量产项目 39 个，订单出货比为 1.15 倍。量产业务规模效应进一步显现，毛利率提升至 24.2% (YoY +8.8pct)，是公司综合毛利率提高的主要动力。

投资建议：继续看好国内半导体 IP 及芯片订制龙头，维持“买入”评级。

基于公司在芯片 IP、Chiplet 的积累，我们看好其在大算力 AI 快速发展期的成长前景，预计 2023-2025 年营业收入 34.2、42.2、52.2 亿元，归母净利润 1.6、2.4、3.3 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；芯片制造产能不及预期；研发不及预期等。

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

联系人： 詹浏洋

◆ 天能股份(688819.SH) 财报点评:四季度盈利环比提升，铅蓄与锂电业务快速增长

公司 2022 年实现净利润 19.08 亿元，同比+39%。公司 2022 年实现营收 418.82 亿元，同比+8%，对应 Q4 实现营收 118.40 亿元，同比-1%，环比-8%；公司 2022 年实现归母净利润 19.08 亿元，同比+39%，对应 Q4 实现归母净利润 4.83 亿元，同比+59%，环比-28%。公司 2022 年毛利率为 18.56%，同比+2.98pct；对应 Q4 毛利率为 21.28%，同比-9.21pct、环比+3.16pct。

铅蓄电池增长稳定，盈利能力持续修复。2022 年公司铅蓄电池营收 373.97 亿元，同比+12%。公司 2022 年铅蓄电池销量为 100.32GWh，同比+8%；Q4 销量约为 25-29GWh，环比下降 10%左右。公司铅蓄电池毛利率为 20.28%，同比+2.59pct；Q4 毛利率超 21%，环比+2pct 以上。公司 2021H2 调整了定价机制，将铅价格联动机制调整为所有原料价格联动机制，成本传导更为流畅。2023 年我们预计公司铅蓄电池销量有望达到 110GWh 左右，同比增长超 9%。

公司铅炭储能快速发展，有望贡献持续增量。2022 年公司铅炭储能营收 1.65 亿元，同比+239%。2022 年 12 月，天能股份与太湖能谷签订协议，未来三年内向其供应不低于 30GWh 铅炭电池。公司目前还为全球最大的铅炭电池项目浙江长兴综合智慧零碳电厂 1.06GWh 项目供应电池。我们预计在成熟项目示范以及客户持续推进下，2023 年公司铅炭业务营收有望突破 10 亿元。

锂电业务加快布局，产能建设持续加码。2022 年公司锂电业务营收 16.4 亿元，同比+65%；其中锂电轻型车电池业务营收 6.4 亿元，储能营收 5.6 亿元。公司 2022 年锂电池销量为 1.99GWh，同比+24%；Q4 销量约为 0.3-0.4GWh，环比-50%左右。公司 2022 年锂电业务毛利率-0.81%，同比+2.80pct；Q4 毛利率仍为负，主要系产能利用率处于低位使得盈利端持续承压。公司已成功实现 180Ah 电芯量产以及 280Ah 电芯出样，相应模组产品已完成国标与 UL 认证。2022 年底公司锂电池产能约 7GWh，2023 年有望扩张至 14GWh。

公司前瞻布局新技术，燃料电池、钠电池等新业务蓬勃发展。燃料电池方面，公司在电堆、膜电极、催化剂等领域都取得阶段性成果，自主研发的 135KW 系统产品、160KW 发动机已通过第三方测试验证。钠电池方面，公司现已成功推出钠电电芯，产品循环次数超 2000 次；并已建成 300MW 中试产线。

风险提示：行业竞争加剧；产能建设不及预期；储能行业需求不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 23.50/27.29/30.68 亿元(原预测为 23.65/27.20 亿元)，同比+23/16/12%，EPS 分别为 2.42/2.81/3.16 元，当前 PE 为 14/12/11 倍。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）

联系人： 李全

【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	440.16	0.25	ICE 布伦特原油	74.99	-1.21
白银	5221.00	0.63	铜	69310.00	0.13
铝	18455.00	0.32	铅	15385.00	0.19
豆一	5406.00	-0.22	锌	22580.00	0.33
豆粕	3499.00	0.17	镍	181380.00	2.41
玉米	2741.00	-0.61	锡	200450.00	2.93
螺纹钢	4076.00	0.61	SR305	6154.00	-0.50

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
688606.SH	奥泰生物	44.88	2564.50	1.56	2023-03-27
688195.SH	腾景科技	161.75	8184.00	3.29	2023-03-27
688228.SH	开普云	3756.08	6713.34	100.00	2023-03-27
300825.SZ	阿尔特	4505.30	31427.90	72.05	2023-03-27
688189.SH	南新制药	4000.00	14000.00	100.00	2023-03-27
300791.SZ	仙乐健康	10886.40	17703.39	97.20	2023-03-27
688597.SH	煜邦电力	660.44	12715.71	11.81	2023-03-27
688633.SH	星球石墨	90.91	2393.33	1.82	2023-03-24
300290.SZ	荣科科技	1938.46	62729.62	61.88	2023-03-23
603221.SH	爱丽家居	17200.00	23272.00	95.93	2023-03-23
688609.SH	九联科技	500.00	32878.18	2.83	2023-03-23
600905.SH	三峡能源	500200.00	1357300.00	25.01	2023-03-23
688092.SH	爱科科技	73.94	2683.72	2.23	2023-03-20
600026.SH	中远海能	60171.91	346669.18	100.00	2023-03-20
688051.SH	佳华科技	5350.51	7733.40	100.00	2023-03-20
300823.SZ	建科机械	5538.45	9355.90	100.00	2023-03-20

688616.SH	西力科技	187.50	5607.00	1.95	2023-03-20
688766.SH	普冉股份	106.36	2067.02	6.39	2023-03-20
002208.SZ	合肥城建	18014.41	80240.12	99.50	2023-03-20
600228.SH	返利科技	29666.88	53798.88	50.97	2023-03-20
688456.SH	有研新材	150.00	6440.87	3.68	2023-03-17
002977.SZ	天箭科技	2575.00	5781.25	65.29	2023-03-17
603259.SH	药明康德	13.79	255760.64	2.25	2023-03-17
688316.SH	青云科技-U	60.00	3560.67	4.81	2023-03-15
688667.SH	菱电电控	53.03	2318.30	1.83	2023-03-13
300822.SZ	贝仕达克	11400.00	15550.50	96.20	2023-03-13
300821.SZ	东岳硅材	78300.00	120000.00	100.00	2023-03-13
300819.SZ	聚杰微纤	7000.00	9947.00	100.00	2023-03-13
688083.SH	中望软件	46.45	3512.18	1.70	2023-03-13
002648.SZ	卫星化学	128.94	171821.51	40.98	2023-03-13
603949.SH	雪龙集团	15734.81	20980.61	100.00	2023-03-10
688328.SH	深科达	101.30	4810.83	2.98	2023-03-09
688676.SH	金盘科技	212.85	19067.68	0.89	2023-03-09
688087.SH	英科再生	249.43	7145.99	3.89	2023-03-09
603535.SH	嘉诚国际	1046.05	16086.05	100.00	2023-03-07
601117.SH	中国化学	35294.11	610947.05	100.00	2023-03-07
002976.SZ	瑞玛工业	8473.50	12000.00	100.00	2023-03-06
300649.SZ	杭州园林	441.66	10768.80	15.15	2023-03-06
000625.SZ	长安汽车	2514.44	587469.84	4.99	2023-03-06
002082.SZ	万邦德	25801.05	61822.28	100.00	2023-03-06

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	32432.08	0.603489	10.01	-10.63	2.92	8.89	31.75
德国 DAX 指数	15127.68	1.139583	18.77	-1.64	8.09	5.74	31.16
法 CAC40 指数	7078.27	0.900486	0.92	-2.97	8.05	8.00	39.65
恒生指数	19567.69	-1.747317	2.98	-1.88	-0.12	-8.58	83.80
沪深 300 指数	4012.47	-0.361800	1.86	-0.77	3.20	-3.88	57.29
美国 SP500 指数	3977.53	0.164694	0.65	-0.11	3.87	-12.44	38.38
纳斯达克综合指数	11768.84	-0.466172	0.79	2.63	13.67	-16.94	49.65
日经 225 指数	27476.87	0.334560	1.97	0.19	3.89	-2.39	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	396.5000	0.7419	91938.98	601138.SH	工业富联	17.6300	-0.1699	102336.86
2	300059.SZ	东方财富	20.6200	1.8775	54703.05	300059.SZ	东方财富	20.6200	1.8775	89703.28
3	600519.SH	贵州茅台	1767.7900	-0.6089	53580.87	300750.SZ	宁德时代	396.5000	0.7419	61055.18
4	600188.SH	兖矿能源	34.4900	10.0159	44578.91	300033.SZ	同花顺	194.9900	10.6263	53272.94
5	600584.SH	长电科技	32.7100	-2.0659	44107.53	600519.SH	贵州茅台	1767.7900	-0.6089	47547.57
6	601138.SH	工业富联	17.6300	-0.1699	39545.74	002049.SZ	紫光国微	107.8000	-4.0071	47306.20

7	002475.SZ	立讯精密	31.0000	-0.9585	36726.93	002475.SZ	立讯精密	31.0000	-0.9585	47135.44
8	000063.SZ	中兴通讯	34.2900	-3.1082	36040.46	600570.SH	恒生电子	50.6000	6.7511	46617.28
9	000858.SZ	五粮液	190.4100	-1.3522	33297.11	300274.SZ	阳光电源	105.4000	3.9448	41195.46
10	300274.SZ	阳光电源	105.4000	3.9448	31389.96	002463.SZ	沪电股份	22.5700	4.4907	40786.85

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	0728.HK	中国电信	4.0000	-0.01477833	21733.52	3690.HK	美团-W	131.4000	-0.06276748	282743.17
2	0992.HK	联想集团	8.7000	-0.01023891	26621.80	0700.HK	腾讯控股	362.8000	-0.03715499	168779.71
3	1171.HK	兖矿能源	25.2000	0.09565217	34454.07	0941.HK	中国移动	62.4000	-0.00239808	80079.16
4	1024.HK	快手-W	55.4000	-0.02636204	38694.68	1088.HK	中国神华	24.1500	-0.05294118	56876.59
5	3888.HK	金山软件	37.7500	0.02027027	41864.61	1171.HK	兖矿能源	25.2000	0.09565217	56074.26
6	0386.HK	中国石油化工股份	4.5300	-0.03411514	46880.95	1024.HK	快手-W	55.4000	-0.02636204	30684.19
7	1088.HK	中国神华	24.1500	-0.05294118	61534.72	0939.HK	建设银行	4.9900	-0.01383399	28588.82
8	0941.HK	中国移动	62.4000	-0.00239808	68577.71	3888.HK	金山软件	37.7500	0.02027027	24188.45
9	3690.HK	美团-W	131.4000	-0.06276748	295007.50	0981.HK	中芯国际	17.7000	-0.01337793	24160.63
10	0700.HK	腾讯控股	362.8000	-0.03715499	318028.35	0386.HK	中国石油化工股份	4.5300	-0.03411514	18889.77

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