

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-03-28

宏观策略

2023 年 03 月 28 日

宏观点评 20230326: 3 月经济放缓: 拐点已至?

我们认为中国经济复苏的“底气”仍在: 一方面尽管工业制造业的增速有所放缓, 但是经济权重更大的服务业及相关需求的韧性仍在; 另一方面, 两会之后, 国务院和地方领导密集调研, 稳增长、促就业、抓民营经济的政策氛围蔚然成风。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230326: 2 月债券托管量数据中的机构持仓特征

2023 年 2 月债券托管量数据公布, 如何看待不同机构的持仓特征? 美国 3 月如期加息 25bp, 后续加息节奏怎么看?

固收点评 20230325: 中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230313-20230324)

20230313-20230324 期间, 价格涨幅前五的债券分别为: 景程发行的 TIANHL 13 11/06/22 (55.43%)、景程发行的 TIANHL 13 3/4 11/06/23 (46.95%)、景程发行的 TIANHL 12 10/24/23 (44.38%)、新湖控股发行的 XINHUI 11 06/06/25 (26.51%)、中梁控股发行的 ZHLGHD 12 04/17/23 (20.2%)。价格跌幅前五的债券分别为: 银城国际发行的 YCINTL 12 1/2 09/12/23 (-64.48%)、建业地产发行的 CENCHI 7 1/4 04/24/23 (-40.88%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 6.876 PERP (-39.43%)、建业地产发行的 CENCHI 7.65 08/27/23 (-37.93%)、建业地产的 CENCHI 7.9 11/07/23 (-32.33%)。

固收点评 20230325: 绿色债券周度数据跟踪 (20230320-20230324)

观点 一级市场发行情况: 本周 (20230320-20230324) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只, 合计发行规模约 796.14 亿元, 较上周增加 708.53 亿元。发行年限以 5 年及以下中短期为主; 发行人性质以中央国有企业和地方国有企业为主; 主体评级以 AA、AA+和 AAA 为主。发行人地域以北京市、广东省、广西壮族自治区、湖北省、江苏省、山东省、上海市、天津市、新疆维吾尔自治区和浙江省为主。发行债券种类为公司债、企业债、超短期融资券、商业银行普通债、政策性银行债、中期票据和资产支持票据。

固收点评 20230325: 二级资本债周度数据跟踪 (20230320-20230324)

一级市场发行与存量情况: 本周 (20230320-20230324) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 10 只, 发行规模为 1,532.00 亿元, 较上周增加了 1,532.00 亿元, 发行年限为 10Y 和 15Y, 发行人性质为地方国有企业、中央国有企业和民营企业, 发行人以国有商业银行、农商行和城商行为主, 主体评级为 AAA、AA、AA+、AA-, 发行人地域为北京市、安徽省、河北省和浙江省。截至 2023 年 3 月 24 日, 二级资本债存量余额达 35,781 亿元, 较上周末 (20230317) 增加 1,203 亿元。

固收点评 20230324: 瑞信 AT1 事件或为区域性特例, 对国内银行二永债影响有限

制度方面，资本管理办法明确“核心一级资本应首先并按比例承担绝大多数损失”，说明我国按常规先股后债的顺序吸收损失；减记风险方面，我国二永债是否减记实际取决于银行资质及发生风险事件后国家监管态度，受瑞信事件影响有限；市场方面，瑞信宣布合并后二永债信用利差走势未呈现显著波动，侧面印证此次事件未明显波及我国二永债，或主要系中国金融系统相对安全稳定、防范系统性金融风险意识较强且商业银行资本盈余相对充沛所致，建议持续关注资本管理新规实行后银行资本充足率的变动情况。

行业

环保行业跟踪周报：REITs 持续推进&中国特色估值体系探索，环保板块国企迎价值重估

重点推荐：美埃科技，国林科技，景津装备，赛恩斯，仕净科技，天壕环境，高能环境，英科再生，三联虹普，新奥股份，九丰能源，宇通重工，凯美特气，路德环境，伟明环保，瀚蓝环境，绿色动力，洪城环境，天奇股份，光大环境，中国水务，百川畅银，福龙马，中再资环。 建议关注：金科环境，卓越新能，山高环能，ST 龙净，盛剑环境

食品饮料行业跟踪周报：零食渠道红利持续释放，华润业绩略超预期

今年渠道红利释放，零食板块β机会大年。龙头公司凭借自身供应链能力与规模优势积极拥抱新兴零食专营渠道，23 年享受新品放量+渠道红利，收入端可高速增长；利润端油脂等成本下滑释放利润弹性。推荐甘

有色金属行业跟踪周报：加息尾声，看好贵金属和铜铝

行业观点：加息尾声，看好贵金属和铜铝。美联储 3 月加息 25bp，符合市场预期；美联储至多或仍有 1 次 25bp 的加息机会，加息步入尾声。1) 基本金属：旺季来临，铜、铝去库幅度分别为 8%、7%，下游电网等订单较为旺盛；23 年为供给释放巅峰，看好后续需求复苏下的价格中枢抬升。2) 贵金属：衰退后果开始凸显，黄金作为抗通胀和避险资产价格有望持续上行；而在工业领域有更多用途的白银，在现阶段降息预期加强的情况下或享有更高价格弹性。3) 小金属方面，由于低库存，锑和钒价格持续高位；短期钢招量下滑，钼价下探。4) 稀土：2023 年第一批指标发布，轻稀土相对宽松，而重稀土指标有所下滑；看好后续稀土价格探底回升。继续首推贵金属板块的浩通科技、赤峰黄金；建议关注山东黄金、紫金矿业。关注具备高成长性的铜标的和高弹性的铝标的：洛阳钼业、金诚信、西部矿业、云铝股份和神火股份。建议关注小金属优质标的：湖南黄金、华钰矿业、南化股份和钒钛股份。稀土板块建议关注三川智慧、广晟有色和中国稀土。

汽车行业跟踪周报：3 月第三周上险量环比+5%

短期板块或迎超跌反弹，长期依然看好自主汽车产业链崛起。1. 短期板块或迎超跌反弹：1) 前期市场因担心价格战的影响板块已经调整较为充分；2) 本轮价格战后续如何演绎仍需观察；3) 价格战对年报/一季报的影响相对有限。2. 2023 年汽车关键词是【以价换量】。从近 10 年汽车历史可比角度看，2018-2019 年从现象维度看有些许类似【车企不断降价】，但背景差异较大：1) 2023 年汽车总量需求曲线是复苏的，2018-2019 年是持续下行（尤其是 2016-2017 年高度透支后）。2) 中国汽车产业的未来美好前景这轮是清晰且有信心的，2018-2019 年是非常模糊的。3. 坚定信心！依然看好新能源汽车带动中国汽车产业链全球崛起之路。整车

板块重视优秀自主品牌长期崛起力量【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/AITO 等为代表】。零部件板块重视：1) 特斯拉培养出一批未来或具备全球竞争力企业【拓普集团/旭升集团/新泉股份等为代表】，2) 油车时代已经证明过长期成长能力【福耀玻璃/星宇股份为代表】。3) 智能化产业链自主成长力量【德赛西威/华阳集团为代表】。另外建议重点关注汽车中特估主线核心品种【中国汽研】。

国防军工行业跟踪周报：军工信息化持续强势，央企军工强优大正在蓄势，军工行业有望迎来双轮驱动

关注标的：考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议关注核心赛道，尤其是下游主机厂标的。两个条线值得关注：(1) 军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科；(2) 新订单、新概念、新动量：中无人机、航天电子、华如科技、康拓红外、中天火箭。

计算机行业点评报告：华为盘古大模型产业链梳理

投资建议：海外 GPT 技术发展迅速，人工智能产业革命已经到来。我们认为算法是决定 AI 胜负的关键。算法大逻辑相同，但是精细的部分会有差距。我们认为华为盘古大模型的优势在于人才储备和算力自主可控，有望成为国内领先的大模型，其生态产业链标的有望迎来加速发展。相关标的：整机：拓维信息，四川长虹，神州数码，同方股份，广电运通，紫光股份。固件：卓易信息。操作系统：麒麟软件（中国软件），统信软件（诚迈科技），麒麟信安。数据库：海量数据。中间件：东方通，宝兰德。应用落地。金融行业：软通动力，润和软件，常山北明，中科软；智慧城市：云从科技；交通：千方科技，中远海科；ERP：用友网络，汉得信息，赛意信息；工业软件：能科科技，中望软件；办公软件：金山办公。

食品饮料行业点评报告：23Q1 白酒板块业绩前瞻：预期较稳定，看好当前白酒板块配置价值

当前推荐投资主线为：1) 全年确定性维度重点推荐五粮液，推荐泸州老窖，高端酒企加强消费者培育，渠道动作推进价稳，且业绩预期变动较小，确定性高；2) 推荐洋河股份：宴席后续持续恢复受益品种，内部有变化持续观察落地，当前市场预期差大；3) 弹性角度推荐舍得酒业/迎驾贡酒。

钢铁行业跟踪周报：进口矿价格下降，钢厂盈利修复

行业观点：进口矿价格下降，钢厂盈利修复。本周市场表观消费降幅明显。供给近两周保持稳定，仅有部分长流程企业产量因短检等因素而有变化。本周库存去库降幅持续收窄，社库主降，但出货节奏明显放缓。供稳需降下，国内钢价指数降 1.9%。受益于国内经济开局良好，楼市回暖带动需求，成本受煤炭进口零税率政策延长，进口矿价格有所下降等得到控制，钢厂利润逐步修复，本周钢企盈利比例 58.9%。叠加当前估值、价格低位，我们对周期股的观点逐步转向乐观。周期标的首推华菱钢铁、宝钢股份、鄂尔多斯；新材料股继续推荐金钼股份、望变电气、广大特材、隆达股份等。

商贸零售行业跟踪周报：ChatGPT 迅速成长下，关注 AI+教育在应用层面的具体投资机会

建议关注：盛通股份，传智教育，佳发教育，世纪天鸿等。

建筑材料行业跟踪周报：顺周期地产链存在补涨机会

周观点：此前我们提及弱复苏下主题投资有较多机会，过去几周，众多主题投资收敛至 ChatGPT 主线上，TMT 成交量占比达到历史高点，从博弈层面来看周期股或阶段性迎来机会。本周 60 城地产销售数据持续回暖，回暖趋势具备持续性。从过往几轮周期来看，地产销售转正是地产链 beta 的开始，短期建议关注业绩超预期个股，中期继续推荐零售板块。（1）零售端定价能力强、现金流好，龙头企业持续下沉渠道和提升品牌，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、箭牌家居、蒙娜丽莎、东鹏控股。（2）基建链条实物需求加速落地，利好水泥混凝土产业链，长三角水泥价格底部已现，龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。（3）工程端供给侧持续出清，推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等，建议关注三棵树。

电力设备行业跟踪周报：锂电和光伏估值低位，需求逐步弱复苏

电气设备 9220 上涨 3.18%，表现强于大盘。本周（3 月 20 日-3 月 24 日，下同）新能源汽车涨 3.55%，锂电池涨 3.39%，电气设备涨 3.18%，光伏涨 2.58%，风电涨 1.49%，发电设备涨 1.41%，核电跌 0.14%。涨幅前五为中际旭创、麦迪电气、科华恒盛、中材科技、爱康科技；跌幅前五为大豪科技、鲁亿通、森源电气、华光股份、晓程科技。

建筑装饰行业跟踪周报：基础设施 REITs 政策持续出台，继续看好建筑央企和国际工程板块

周观点：建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议从以下几个方向关注建筑板块的投资机会：（1）新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好建筑央企估值持续修复机会：2022 年四季度以来建筑业 PMI 和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。23 年 2 月建筑业景气水平升至高位景气区间，业务活动预期指数为 65.8%，连续三个月位于高位景气区间。行业景气度持续回暖且保持高位，结合基建开复工加快回暖，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企持续提升经营效率，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。（2）“一带一路”方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化，海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块，个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等；硅料价格回落带动光伏产业链价格下行，利好地面项目需求，

建筑光伏市场有望持续受益,建议关注布局光伏 EPC 和运营业务的标的,精工钢构、森特股份等。

光伏 2023 年 2-3 月专题报告: 国内海外需求两开花, 板块估值低成长性 强!【勘误版】

投资建议: 光伏平价新周期, 2023 年高增长确定, 储能配套加速, 强烈推荐: 储能加持成长亮眼的逆变器 (阳光电源、固德威、德业股份、锦浪科技、禾迈股份、科士达、昱能科技, 关注盛弘股份), 组件 (隆基绿能、晶澳科技、天合光能、晶科能源、通威股份, 关注阿特斯、东方日升、横店东磁、亿晶光电), 看好 topcon 等电池新技术龙头 (晶科能源、钧达股份、爱旭股份), 和格局稳定的硅片、胶膜、玻璃和部分辅材龙头 (TCL 中环、福斯特、海优新材、福莱特、美畅股份, 关注聚和材料、宇邦新材、通灵股份、快可电子)。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

机械设备行业跟踪周报: 推荐估值在历史底部的光伏设备板块; 建议关注估值修复的国企机械公司

推荐估值在历史底部的光伏设备板块; 建议关注估值修复的国企机械公司

医药生物行业跟踪周报: 中药创新高涨, CRO 受益、重点推荐百诚医药等

国家长期支持中药创新, 中药 CRO 大有可为: 国家长期支持中药创新药, 由于中药组分复杂因素, 标准化研发难度大, 外包诉求强, 中药 CRO 需求大, 其中推荐百诚医药。我们认为百诚医药是中药 CRO 黑马, 公司依托中药及天然药物研发平台开展中药 CRO 业务, 涉及药学研究、药理毒理、临床、中药二次开发等, 逐步形成一体化优势。未来中药 CRO 将成为公司又一业绩增长动力。我们看好公司未来在中药 CRO 领域的竞争力。

石油石化行业跟踪周报: 原油周报: 美联储加息预期降温, 国际油价反弹上涨

原油周报

非银金融行业跟踪周报: 怎么看 AI 在金融的应用

需要说明的是相关公司 AI 技术的部署和应用的时间周期都很长, 未来看, 相应技术和产品仍会持续演进, 并赋能相关业务。因此总结而言, AI 是一个重要的长期慢变量, 短期对业务和财务的影响有限。综合来看, 考虑估值性价比和主题相关性, AI 方向下, 我们建议关注【东方财富】、【同花顺】、【指南针】和【财富趋势】。

石油石化行业跟踪周报: 大炼化周报: 逸盛石化回购 PTA 拉高价格, 聚酯盈利短期承压

大炼化周报

推荐个股及其他点评

绿城服务 (02869.HK): 2022 年年报点评: 多因素致利润率承压, 核心业务稳健增长

盈利预测与投资评级: 绿城服务作为龙头物业公司, 规模增长稳健, 品质口碑多年领跑行业, 外拓优势显著。受内外因素影响 2022 年业绩承压, 我们认为随着疫情结束叠加内部降本增效, 公司有望在未来轻装上阵迎来利润率触底回升。基于公司年报最新业绩情况, 我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 6.87/8.29 亿元 (前值为 9.60/11.23 亿元), 预测 2025 年

利润为 9.60 亿元，对应的 EPS 为 0.21 元/0.26 元/0.30 元，对应 PE 分别为 20.7X/17.1X/14.8X，维持“买入”评级。风险提示：市场化外拓不及预期；利润率修复不及预期；疫情反复影响超预期。

安踏体育 (02020.HK): 2022 年业绩点评: 业绩略超预期, 23 年复苏确定性加强

公司为国内多品牌运动服饰龙头, 22 年在主品牌 DTC+迪桑特+可隆增长带动下收入实现正增长、利润受 FILA 利润率下降影响略有下滑, 亚玛芬首次贡献正利润 2800 万元, 总体略好于此前预期。展望 23 年, 随外部环境复苏确定性加大, 公司对各品牌增长充满信心, 其中安踏主品牌与 FILA 有望实现双位数增长、FILA 有望快于安踏品牌, 迪桑特和可隆有望保持 20%-25% 增长, 亚玛芬贡献利润有望进一步提升。考虑 22 年业绩略超预期以及管理层对 23 年复苏的信心, 我们将 23-24 年归母净利润从 93.75/112.69 亿元略上调为 95.48/112.52 亿元, 增加 23 年预测值 131.69 亿元, 对应 23-25 年 PE 分别为 32/27/23X, 看好公司多品牌运营战略下长期可持续稳健增长, 维持“买入”评级。

时代天使 (06699.HK): 2022 年报点评: 疫情下业绩短期承压, 看好全年恢复性增长, 海外及儿童矫正业务值得期待

事件: 2022 年, 公司实现营业总收入 12.70 亿元, 同比下滑 0.2%; 归母净利润 2.14 亿, 同比下滑 25.2%; 经调整净利润 2.32 亿, 同比下降 33.1%。收入和归母净利润符合预期。收入与归母净利润符合预期。受 2022 年疫情影响, 公司无锡工厂顶住封控压力, 实现矫治器零逾期交付, 2022 年全年案例数达成 18.39 万例, 与去年同比持平, 仍保持国内市场领先份额。公司前瞻性布局下沉市场, 三四线市场案例数同比提升。此外, 公司联合变形金刚与小马宝莉发展儿童矫正, 2022 年儿童版产品实现较快增长。毛利率受产品降价及成本上升影响有所下降, 费用率控制良好。2022 年公司毛利率 61.9% (-3.1pct), 主要是 1) 产品综合 ASP 下降; 2) 矫治器设计单位成本提升。公司销售费用率 23.4% (+4.9pct), 公司管理费用率 14.5% (+0.2pct), 费用率控制良好。坚持本土化深耕与海外市场拓展, 未来业绩有望加速发展。2022 年陕西省际联盟正畸耗材集采, 时代天使需求量位列第一, 三款产品青少年版 (12600 元, 对应申报价降幅 30%)、COMFOS (6300 元, 对应申报价降幅 30%), 标准版 (9200 元, 对应申报价降幅 23.33%) 中标, 有望加速公司在各城市层级对隐形矫治的普及。海外市场方面, 公司收购巴西领先的正畸制造商 Aditek51% 总股本, 加速海外业务发展。盈利预测与投资评级: 短期疫情承压, 看好今年恢复性增长及儿牙矫正、海外市场带来的业绩弹性, 我们将 2023-2024 年公司归母由 2.53/3.09 亿调整为 2.67/3.26 亿元, 预计 2025 年为 3.91 亿元, 对应当前市值的 PE 估值为 62/51/42 倍。维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复风险、行业竞争加剧风险。

奥特维 (688516): 中标隆基硅片-电池片-组件项目, 扩产持续高景气&估值位于历史最底部

公司中标隆基硅片分选机项目、电池项目、组件项目, 合计约 4.3 亿元人民币。

中国石化 (600028): 盈利能力稳健, 百亿定增发展清洁能源+新材料

中国石化 2022 年年报点评

华润啤酒 (00291.HK): 2022 年报点评: 业绩略超预期, 高端化&降本增效弹性显著

产品结构化升级&提价顺利带动量价齐增。毛利率因成本上涨微降，费控稳健，看好 2023 年降本增效弹性。啤酒新世界领导者，白酒新世界探索者。

基康仪器 (830879): 2022 年业绩点评: 巩固能源行业同时积极拓展水利项目，业绩符合预期

基于公司在安全监测细分领域行业地位处于领先地位且下游领域发展前景良好，我们调整公司 2023-2024EPS 预测值为 0.50/0.55 元（前值为 0.52/0.58 元），新增 2025 年预测值 EPS0.6 元，对应 PE 分别为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

中国太保 (601601): 2022 年报点评: 价值显拐点，分红有韧性

事件: 公司披露 2022 年年报，实现归母净利润 246.09 亿元，同比下降 8.3%；归母营运利润为 401.15 亿元，同比增长 13.5%（平安: 0.3%），两者差异为短期投资波动 68.12 亿元和评估假设变动影响 89.47 亿元，业绩符合预期，整体报表稳定性相对较强。2022 年每股分红 1.02 元，同比增长 2.0%（接近归母净利润与营运利润增速均值），分红率 39.9%领跑同业。盈利预测与投资评级: 公司核心指标平稳增长，分红率彰显韧性，关注集团新一届领导班子换届后长航行动实施成效。因披露年报，考虑到投资收益波动，小幅下调盈利预测，我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 291、335 和 373 亿元（原预测为 306、349 和 383 亿元），同比增速分别为 18%、15%和 11%，维持“买入”评级。风险提示: 1) 芯基本法实施成效不持续；2) 集团和寿险公司董事长年近退休对集团“五航”转型成效影响；3) 新冠肺炎疫情变异毒株反复

昊海生科 (688366): 2022 年报点评: 疫情及减值导致业绩不及预期，疫后有望实现大幅恢复增长

盈利预测与投资评级: 考虑到公司 2023 年疫后恢复正常经营，玻尿酸等高毛利产品收入增长加快，预计公司盈利能力提升。我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 3.80 亿元/5.06 亿元，上调为 4.56 亿元/5.81 亿元，预计 2025 年为 7.26 亿元，2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.66/3.39/4.24 元，对应当前 A 股股价的 PE 分别为 35/27/22 倍，维持“买入”评级。

美团-W (03690.HK): 2022 四季报点评: 到店竞争优势仍在，未来有望持续复苏

盈利预测与投资评级: 23 年前 2 个月线下消费已显示出较强复苏态势，我们认为 23 年本地生活行业增速修复将显著好于其他互联网行业，我们看好公司长期发展，维持 23-24 年经调整 EPS 为 3.04/6.20，预计 25 年经调整 EPS 为 10.18 元，对应 PE 为 41/20/12 倍，维持“买入”评级（汇率以 2023/3/26 当天港币/人民币=0.89 为准）

仕净科技 (301030): 中标 3.35 亿元制药公司大单，深化医药领域布局

事件: 公司公告中标湖北安博制药有限公司项目、湖北长江源大健康产业园项目，中标金额合计 33,500.00 万元。

特步国际 (01368.HK): 2022 年业绩点评: 疫情影响库存+利润率，23 年改善可期

公司为国内服饰辅料龙头，近年来持续推进智能制造+国际化战略，在设计创新+快速反应优势下拓展下游中高端客户、逐步抢占全球辅料龙头 YKK 的市场份额。22 年受国内疫情和外需转弱影响业绩呈前高后低，全年维持稳健增长。公司正在加速布局海外营销网络及产能，越南工厂已完成厂房封顶、预计 24 年初开始供应越南市场，目前公司已有越南订单、

但使用国内产能供货、预计越南产能释放将对海外客户开拓带来较大便利。综合考虑 22 年业绩略低于预期、23Q1 受下游客户去库影响订单端延续 22Q4 疲软态势，我们预计 23 年业绩呈前低后高特点，将 23-24 年归母净利润从 6.67/8.15 亿元下调至 5.40/6.18 亿元，增加 25 年预测值 7.2 亿元，对应 23-25 年 PE 分别为 19/17/14X，看好公司长期稳健增长，维持“买入”评级。

伟星股份 (002003): 2022 年报点评: 22 年前高后低, 看好国际化战略稳步推进

公司为国内服饰辅料龙头，近年来持续推进智能制造+国际化战略，在设计创新+快速反应优势下拓展下游中高端客户、逐步抢占全球辅料龙头 YKK 的市场份额。22 年受国内疫情和外需转弱影响业绩呈前高后低，全年维持稳健增长。公司正在加速布局海外营销网络及产能，越南工厂已完成厂房封顶、预计 24 年初开始供应越南市场，目前公司已有越南订单、但使用国内产能供货、预计越南产能释放将对海外客户开拓带来较大便利。综合考虑 22 年业绩略低于预期、23Q1 受下游客户去库影响订单端延续 22Q4 疲软态势，我们预计 23 年业绩呈前低后高特点，将 23-24 年归母净利润从 6.67/8.15 亿元下调至 5.40/6.18 亿元，增加 25 年预测值 7.2 亿元，对应 23-25 年 PE 分别为 19/17/14X，看好公司长期稳健增长，维持“买入”评级。

天壕环境 (300332): 拟收购中国油气控股, 延伸上游气源稀缺跨省长输资产价值提升

公司与中国油气控股 (0702.HK) 签署重组意向条款清单，就公司拟参与中国油气控股重组的相关事项达成初步意向。

中国财险 (02328.HK): 2022 年年报点评: 三张表全面持续的改善

ROE 提升至 12.7%，承保丰年增提准备金夯实来年利润。根据我们搭建的财险 ROE 框架（平均承保杠杆*承保利润率+平均投资杠杆*总投资收益率+其他收益）*（1-实际税率），ROE 由 2021 的 11.3% 上升至 2022 的 12.7%。平均承保杠杆同比持平于 2.0，得益于已赚保费增速由 2021 年 1.0% 提升至 7.2%；承保利润率由 2021 的 0.4% 提升至 2022 的 2.4%，其中赔付率下降贡献 1.9 个 pct，费用率下降贡献 0.1 个 pct，得益于疫情防控车险出险率下降以及 2021 年河南暴雨及“烟花”台风导致基数较低。总投资收益率由 2021 年的 4.9% 下降至 2022 年的 3.8%，平均投资杠杆维持在 2.6 倍；实际税率由 2021 年的 14.1% 下降至 2022 年的 13.8%。值得注意的是：1) 加强准备金审慎计提，2022 年末决赔款准备金净额占已赚保费比例同比增加 4.3 个 pct. 至 41.3%；2) 2022 年现金流量净额 427.10 亿元，同比增加 161.4%，承保质量改善明显。车险承保利润量价齐升，4Q22 单季回升系费用率有所抬头。2022 年公司车险实现总保费收入 2,711.60 亿元，同比增加 6.2%；综合成本率 (COR) 为 95.6%，同比下降 1.7 个 pct. (1Q22 至 4Q22 单季度 COR 分别为 96.0%、94.8%、94.5% 和 96.9%)，贡献承保利润 113.05 亿元，同比增长 69.4%，主要得益于因疫情管控车险赔付率同比下降 2.0 个 pct. 至 68.1% (1H22: 69.7% 和 2H22: 66.5%)，而费用率同比上升 0.3 个 pct. 至 27.5% (1H22: 25.7% 和 2H22: 29.2%)。2022 年车险续保率同比提升 1.3 个 pct.，“三湾改编”凸显结构改善和效益提升。非车业务承保亏损由 -51.51 亿元大幅收窄至 -9.76 亿元。1) 受人伤赔偿标准上涨以及历史业务赔付责任影响，2022 年责任险赔付率同比上升 8.3 个 pct. 至 76.2%，承保亏损由 2021 年 -16.43 亿元扩

大至 2022 年-31.53 亿元。2) 企财险受大灾损失降低, 承保亏损由 2021 年-24.43 亿元收窄至 2022 年-8.27 亿元。3) 2022 年农险赔付率和费用率分别同比下降 2.4 个 pct.和 6.3 个 pct., 承保利润由 2021 年亏损-4.78 亿元转为 2022 年盈利 26.58 亿元。

皓元医药 (688131): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 前后端均加速放量

盈利预测与投资评级: 考虑到公司短期摊销、人员开支等成本压力提升, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 3.7/5.4 亿元调整为 3.2/4.6 亿元, 预计公司 2025 年归母净利润为 6.6 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 40/28/20 倍; 公司短期业绩承压, 但我们看好公司长期成长空间, 维持“买入”评级。

腾讯控股 (00700.HK): 2022Q4 业绩点评: 广告业务逆势超预期, 降本增效成果显著

盈利预测与投资评级: 由于公司部分业务超预期, 我们将 2023-2024 年经调整 EPS 从 14.1/16.1 元调整至 15.3/18.8 元, 我们预计 2025 年经调整 EPS 为 21.9 元, 2023-2025 年对应 PE 分别为 21.4/17.4/14.9 倍 (港币/人民币=0.87, 2023 年 3 月 23 日)。公司具有坚实的业务壁垒, 生态强大, 视频号和小程序等生态节点也均具有较强的变现潜力, 金融科技业务已经展现出明显的业绩弹性, 我们维持公司“买入”评级。

小米集团-W (01810.HK): 2022 四季报业绩点评: 业绩低点将现, 关注 ChatGPT 等新下游增量

盈利预测与投资评级: 由于造车投入带来的短期利润压力, 我们下调公司 2023 年 EPS 为 0.4 元, 维持 2024 年 EPS 为 0.6 元, 新增 2025 年预测为 0.6 元, 对应 PE 分别为 24.6/19.2/17.0 倍 (取 2023 年 3 月 24 日汇率, 港币/人民币=0.88)。考虑到公司手机高端化仍在推进, 造车有望提供远期增长动能, ChatGPT 等新下游出现, 我们维持公司“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230326：3月经济放缓：拐点已至？

经过两会谨慎的政策定调以及欧美银行“爆雷”之后，3月中国经济的“火候”如何，月初以来的放缓是不是意味着经济复苏的拐点已经出现？这可能是市场当前比较关心的宏观问题。我们认为中国经济复苏的“底气”仍在：一方面尽管工业制造业的增速有所放缓，但是经济权重更大的服务业及相关需求的韧性仍在；另一方面，两会之后，国务院和地方领导密集调研，稳增长、促就业、抓民营经济的政策氛围蔚然成风。两会后“大兴调查研究之风”，“实体经济”、“制造业”、“就业”和“民营经济”成为关键词。在两会闭幕以后，多位国务院和地方领导进行调研。其中，国务院总理李强首次赴地方（湖南）调研时强调，要“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，大力发展先进制造业，推进高端制造”，显现2023年稳定经济和制造业的决心。其他国务院领导在调研时还分别强调了合作区建设、科技创新、就业等问题，与《政府工作报告》和《党和国家机构改革方案》中强调的重点相呼应。此外，省级党委书记们也在积极对民营企业进行调研，强调为民营企业排忧解难，为民营经济的稳定发展保驾护航。从高频数据看，出行、食宿的需求仍在释放，成为3月经济的重要支撑。表现最好的无疑仍是出行——无论是市内交通，还是国内外航班，依旧在释放“放开”红利；而在不被看好的情况下，地产销售表现“坚挺”，3月第三周并未延续此前放缓的步伐，不过汽车、家电类大宗消费未达预期，国内生产端建筑业与汽车、纺服分化；工业品价格因海外需求下行承压；出口指数环比进一步下降。出行：继2月起强劲复苏后，本周地面交通人流量继续表现优异。在春节假期之后，地面交通人流量恢复速度甚快，城市拥堵延时指数已实现2019年同期水平的赶超。本周30个省会的拥堵延时指数较上周小幅增长0.8%；同时，3月地铁客运量比上年同期同比增长49.2%，整体表现优异，证实疫情高峰过后人流和交通已基本完全恢复，市民市内出行有望持续带动消费的快速复苏。消费：汽车销量拖累收窄，但以价换量缓慢。尽管汽车销量3月至今同比缺口收窄至7.5%，近期企业降价宣传带来消费者观望情绪加重，车市恢复速度低于预期，根据乘联会的数据，3月以来到店客流有所提升，但实际订单转化率仍有限，终端库存有所上升。汽车消费补贴政策大多仍集中在一线发达地区出台，尚未下沉至更大市场。电影票房方面，新片上映带动电影票房销售进一步上升。地产：销售情况有好转，但3月仍不及2019年水平。春节过后，商品楼市销售在短暂回升之后又开始回落，不过近日30大中城市商品房成交面积整体又呈上升趋势，但销售水平仍远不及2019年同期。截至3月19日，30城商品房成交面积较上周上升10.1%，主要系一、三线城市房屋销售改善所致。一线城市商品房销售面积周环比大幅上行37%，一线城市经济基本面优越，需求旺盛，领先保持复苏态势。此外，土地成交面积较上周大幅上升了74.9%，由负转正，土地溢价率上升0.8%，土地市场呈现出“量价同涨”态势。工业：建筑工程拔得头筹，纺服可能继续受出口拖累。截至3月24日，本周高炉开工率仍处于82.7%高位，周环比增长0.4%，继续保持上升趋势，而煤炭吞吐量较上周下滑了3.4%。近期建筑业的生产节奏略有加快，最新数据显示螺纹钢不仅仍然延续了近几周的库存去化趋势，且建筑钢材、粗钢产量、沥青开工率环比分别都上升了5.5%、4.7%、3.9%，环比增速全部实现由负转正。本周汽车业和纺服业生产情况比较稳

定，汽车业中全钢胎开工率比上周小幅下滑 0.3 个百分点，纺织业中 PTA 开工率较上周小幅下降 0.7 个百分点、但聚酯开工率上升 0.5 个百分点。从 3 月整体来看，表现较佳的行业为建筑业和汽车业，而纺织业 PTA 和聚酯开工率齐下滑，表现略差。 食品价格依然延续鲜果涨，菜肉降的趋势。本周农产品批发价格环比由降转涨 0.1%，但 3 月以来同比转负。猪肉批发价本周环比下降 1.7%，蔬菜批发价环比下降幅度收窄至 0.8%，水果批发价延续涨势，本周环比上涨 2.8%，3 月以来同比上涨 16.5%，已明显超季节性。3 月 CPI 环比料将收窄。 工业品价格难觅涨势。螺纹钢、铁矿石价格环比转跌、水泥价格环比持平显示地产开工修复速度放缓。市场对银行危机的恐慌缓解，国际油价本周下跌速度收窄。美联储偏鸽派加息提振金属价格，南华有色价格指数环比跌幅收窄。义乌小商品价格环比转跌，可能显示海外需求下行压力。 流动性环境外紧内松。本周 DR007 及长端利率均有不同幅度的下行，海外流动性受瑞信事件影响收紧。需关注下一降准落地后资金面变动情况，一季度信贷需求受政策推动更多，企业及居民需求能否持续改善仍需观望，4 月初流动性水平上升概率较大。 风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230326：2 月债券托管量数据中的机构持仓特征

观点 2023 年 2 月债券托管量数据公布，如何看待不同机构的持仓特征：分机构投资者净增持来看：配置盘中商业银行大幅增配，对利率债增持力度显著加大。2 月商业银行总体增持 14275 亿元债券，较上月多增持 1334 亿元。分券种看，商业银行对国债、地方政府债和政策性金融债分别增持 2396 亿元、5551 亿元和 3190 亿元。配置盘中保险机构增持力度减小，2 月增持规模由 615 亿元下降至 249 亿元。分券种看，保险机构对政金债减持规模由 78 亿元扩大至 251 亿元，对地方债增持规模由 366 亿元减少至 280 亿元，对信用债也小幅减持，但对国债和同业存单有所增持。交易盘中证券公司 2 月对债券的持有量由降转升，主要增持同业存单和信用债。7 月证券公司由减持 315 亿元转为增持 790 亿元债券，增量环比增加 1105 亿元。其中，国债减持 150 亿元，其余主要券种均为增持。境外机构 2 月对债券的减持力度缩小。2 月境外机构减持债券 764 亿元，较上月的减持力度进一步下降。其中，国债、政金债分别减持 657 亿元、176 亿元，同业存单由减持 158 亿元转为增持 82 亿元。质押式回购余额季节性下滑，债市杠杆率环比下降。2023 年 2 月，银行间质押式回购余额为 85753 亿元，环比下降 21357 亿元，债市杠杆约为 107.36%，环比下降 2.12 个百分点，同比上升 0.19 个百分点。通过观察托管量数据，由于中美利差的倒挂程度减轻，境外机构对债券的减持力度有所缓解；境内机构方面，银行、保险等配置机构仍是增持债券的主力，但是保险的增持规模有所减弱，而交易性机构配置意愿上升，广义基金的减配力度明显下降，证券公司转为增持债券。2 月商业银行对利率债的增持力度较大，在经济复苏预期相对较低的情况下，未来经济数据和政策转向力度将主导未来债市的波动，重点关注二季度末左右，经济数据得到验证所带来的利率高点的配置机会。 美国 3 月如期加息 25bp，后续加息节奏怎么看：美联储 3 月加息 25bp，联邦基金利率上调至 4.75%-5%，符合我们此前的预期。我们认为利率决议中主要有如下关

注点：(1)加息终点或将来临。决议中“持续提高利率目标区间”的措辞修改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”，鲍威尔在记者会上也再次强调了“一些”和“可能”的措辞，或暗示此轮加息周期接近尾声。(2)此次银行业流动性危机具有紧缩效应。美国银行体系健全而富有弹性，近期银行风险事件或导致信贷条件收紧，未来将谨慎加息。(3)美国通胀仍具韧性，联储抗击通胀的决心较为坚定。决议中“通胀有所放缓但仍处高位”修改为“通胀依然高企”及“坚定地致力于恢复2%的通胀目标”，2月核心CPI环比有所反弹，住房通胀依然坚挺，非农就业保持强劲，未来通胀回落速度偏慢。联储或将维持更长时间的高利率环境，点阵图显示降息时点将在2024年开启，且对2024年底的利率预测由4.1%上升至4.3%。向前看，我们认为对联储下一次加息节奏的预期需持续关注本轮银行业风险事件的进展及未来的通胀形势。若此次风险事件能够妥善解决，我们预计联储5月将再次加息25bp后停止加息，但降息时点或不会较快开启，联储或将于今年年末或明年开启降息。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 研究助理：徐津晶 研究助理：徐沐阳)

固收点评 20230325：中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230313-20230324)

观点 中资地产美元债价格异动情况：20230313-20230324期间，价格涨幅前五的债券分别为：景程发行的 TIANHL 13 11/06/22 (55.43%)、景程发行的 TIANHL 13 3/4 11/06/23 (46.95%)、景程发行的 TIANHL 12 10/24/23 (44.38%)、新湖控股发行的 XINHUZ 11 06/06/25 (26.51%)、中梁控股发行的 ZHLGHD 12 04/17/23 (20.2%)。价格跌幅前五的债券分别为：银城国际发行的 YCINTL 12 1/2 09/12/23 (-64.48%)、建业地产发行的 CENCHI 7 1/4 04/24/23 (-40.88%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 6.876 PERP (-39.43%)、建业地产发行的 CENCHI 7.65 08/27/23 (-37.93%)、建业地产的 CENCHI 7.9 11/07/23 (-32.23%)。不同企业性质、资产规模、剩余期限、评级下加权平均收盘价格及收益率表现：截至2023年3月24日，分企业性质来看，各类企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：民营企业 (38.67 元, 753.17%)，较两周前同比下跌 1.84 元，收益率上行显著；国有企业 (90.04 元, 21.01%)，较两周前同比上涨 2.86 元，收益率略有下行；外资企业 (41.81 元, 1253.59%)，较两周前同比下跌 1.11 元，收益率略有下行；公众企业 (47.59 元, 1363.21%)，较两周前同比下跌 4.16 元，收益率较大幅上行。截至2023年3月24日，分企业资产规模来看，不同资产规模企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：资产规模≤1000 亿元 (61.94 元, 536.21%)，较两周前同比下跌 1.77 元，收益率略下行；1000-5000 亿元 (43.38 元, 533.56%)，较两周前同比下跌 0.96 元，收益率上行显著；5000-10000 亿元 (62.70 元, 95.00%)，较两周前同比下跌 3.02 元，收益率略有上行；10000-15000 亿元 (62.27 元, 298.95%)，较两周前同比上涨 0.23 元，收益率略有上行；>15000 亿元 (8.75 元, 3659.39%)，较两周前同比下跌 1.40 元，收益率上行显著。截至2023年3月24日，分债券剩余期限来看，不同剩余期限的中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：剩余期限≤0 (17.01 元, 1196.16%)，较两周前同比下跌 2.53 元，收益率显著上行；0-1Y (54.36 元, 770.92%)，较两周前同比下跌 0.10 元，收益率大幅下行；1-3Y (79.42 元, 145.38%)，较两周前同比上涨 0.65 元，收益率较略有上行；3-7Y (63.59 元, 22.52%)，

较两周前同比下跌 7.27 元, 收益率略有上行; >7Y (101.68 元、6.14%), 较两周前同比上涨 1.40 元, 收益率略有下行。截至 2023 年 3 月 24 日, 分发行人主体评级来看, 不同评级企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为: AAA (67.65 元, 49.49%), 较两周前同比下跌 0.75 元, 收益率略有上行; AA+ (19.21 元, 388.91%), 较两周前同比下跌 2.06 元, 收益率上行显著; BBB (47.55 元, 241.69%), 较两周前同比下跌 0.03 元, 收益率略有下行; BB+ (17.79 元, 606.96%), 较两周前同比下跌 1.00 元, 收益率下行显著; BB (56.92 元, 2493.30%), 较两周前同比上涨 0.13 元, 收益率上行显著; BB- (12.85 元, 3477.72%), 较两周前同比下跌 0.64 元, 收益率下行显著; B+ (43.92 元, 228.13%), 较两周前同比下跌 9.08 元, 收益率略有上行。风险提示: Bloomberg 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 研究助理: 徐津晶)

固收点评 20230325: 绿色债券周度数据跟踪 (20230320-20230324)

观点 一级市场发行情况: 本周 (20230320-20230324) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只, 合计发行规模约 796.14 亿元, 较上周增加 708.53 亿元。发行年限以 5 年及以下中短期为主; 发行人性质以中央国有企业和地方国有企业为主; 主体评级以 AA、AA+ 和 AAA 为主。发行人地域以北京市、广东省、广西壮族自治区、湖北省、江苏省、山东省、上海市、天津市、新疆维吾尔自治区和浙江省为主。发行债券种类为公司债、企业债、超短期融资券、商业银行普通债、政策性银行债、中期票据和资产支持票据。二级市场成交情况: 本周 (20230320-20230324) 绿色债券周成交额合计 245 亿元, 较上周减少 5 亿元。分债券种类来看, 成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债, 分别为 151 亿元、57 亿元和 22 亿元。分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 78.67%, 市场热度持续。分发行主体行业来看, 成交量前三的行业为金融、公用事业和交通运输, 分别为 185 亿元、110 亿元和 13 亿元。分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、广东省和上海市, 分别为 222 亿元、43 亿元和 29 亿元。估值偏离 % 前三十位个券情况: 本周 (20230320-20230324) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大, 折价成交幅度高于溢价成交, 折价成交比例低于溢价成交。折价个券方面, 折价率前二的个券为 G20 桐乡 (-20.05%) 和 21 淮财 G1 (-4.43%), 其余折价率均在 -1% 以内, 主体行业以公用事业和金融为主, 中债隐含评级以 AA 评级为主, 地域分布以北京市、四川省和广东省居多。溢价个券方面, 溢价率前三的个券为 PRG 丹徒 1 (5.25%)、21 金牛环绿债 01 (1.64%) 和 22TCL 集 GN002 (0.86%), 其余溢价率均在 0.5% 以内。主体行业以公用事业和金融为主, 中债隐含评级以 AA+ 评级为主, 地域分布以北京市、广东省和四川省居多。风险提示: Choice 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 研究助理: 徐津晶)

固收点评 20230325: 二级资本债周度数据跟踪 (20230320-20230324)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周 (20230320-20230324) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 10 只, 发行规模为 1,532.00 亿元, 较上周增加了 1,532.00 亿元, 发行年限为 10Y 和 15Y, 发行人性质为地方国有企业、中央国有企业和民营企业, 发行人以国有商业银行、农商行和城商行为主, 主体评级为 AAA、AA、AA+、AA-, 发行人地域为北京市、安徽省、河北省和浙江省。截至 2023 年 3 月 24 日, 二级资本债存量余额达 35,781 亿元, 较上周末 (20230317) 增加 1,203 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20230320-20230324)

二级资本债周成交量合计约 1,590 亿元，较上周增加 131 亿元，成交量前三个券分别为 23 农行二级资本债 01A (127.08 亿元)、23 中行二级资本债 01A (118.49 亿元)、18 农业银行二级 01 (48.42 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1184 亿元、133 亿元和 75 亿元。从到期收益率角度来看，截至 3 月 24 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：2.00BP、0.01BP、-1.99BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：2.96BP、0.05BP、-1.95BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.49BP、-1.73BP、-3.73BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周 (20230320-20230324) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度和成交比例均低于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 22 东莞农商行二级资本债 01 (-0.79%)、20 稠州银行二级 (-0.79%) 和 20 绍兴银行二级 03 (-0.71%)，其余折价率均在 -0.5% 以内。中债隐含评级以 AA+ 评级为主，地域分布以北京市、安徽省和浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 柯城农商二级 01 (1.83%) 和 22 长城华西二级资本债 01 (1.13%)，其余溢价率均在 0.8% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230324：瑞信 AT1 事件或为区域性特例，对国内银行二永债影响有限

事件 2023 年 3 月 19 日，瑞士银行宣布以 30 亿瑞士法郎收购瑞士信贷，瑞士金融市场监管局(FINMA)公告称，瑞信票面总额约 160 亿瑞士法郎的其他一级资本工具(AT1)将被减记为 0 且此举用意为增厚瑞信核心资本。 **观点** 瑞信 AT1 均为应急减记型债券，不具备转股条款，本次减记由生存能力事件触发：1) 公布合并前，瑞信有 13 只存续 AT1 债券，损失吸收机制均被设置为减记而非转股，均属于应急减记型永续债。2) 减记条款方面，债券发行报告指出当应急事件或生存能力事件触发后债券本金及应计利息均减记为 0。应急事件指当期财务报表计算的核心一级资本充足率低于既定标准 (7%或 5.125%)。生存能力事件有两类，一是监管机构认定减记或转股能防止瑞信无法生存；二是瑞信接受了来自公共部门不可撤销的特别支持，否则将无法生存，任何一类发生都会引起全额减记。3) 基于 FINMA 公告，其与瑞士联邦及瑞士国家银行合力促成了瑞信对瑞银的收购，为并购案提供了特殊的政府支持，故触发了全额减记。发行报告昭示瑞信 AT1 存在优先减记风险，为债先于股被清零提供条款依据：1) 本次合并中，瑞信股东能以每 22.48 股换 1 股瑞银股票，股东权益得到一定保障而 AT1 持有者“血本无归”，打破了损失吸收先股后债的惯例。2) 瑞信发行报告指出，根据瑞士银行法，FINMA 有权对瑞信启动重组程序并将 AT1 全额或部分转股/注销，在任何此类注销情况下，FINMA 可能无需遵循任何优先顺序。本次合并系 FINMA 动用该项权力，开启了瑞银对瑞信的收购程序并在股本清零前全额减记 AT1。损失吸收顺序上巴 III 规定核心一级资本应首先承担损失，瑞信 AT1 优先减记仅为区域性特例，不必过度担忧：1) 巴塞尔协议 III 规定银行普通股若要纳入核心一级资本，必须在发生任何损失时最先并按比例承担最大份额损失。2) 基于巴塞尔委员会的监管一致性评估，全球 19 个地区中有 11 个对资本的定义与巴 III 一致；其余 8 个为大致符合 (包含瑞士)，或存在风险承担时先债后股的可能性，但仍需对当地相关

制度细致研判。3) 2023 年 3 月 20 日, 欧洲最高监管机构声明, 在欧盟决议框架下普通股最先吸收损失, 充分承担后再减记 AT1, 之后欧洲市场开始呈现回暖态势。4) 因此, 我们认为 AT1 优先减记风险的扩散具有区域性特质并且取决于个体银行资质, 全球大部分地区银行吸收损失时仍以股权为先, 故风险不会过度弥漫。海外 AT1 市场震荡一方面出于短期恐慌情绪及对 AT1 债发行受偿能力的担忧, 另一方面系特殊条款关注度提升引发再定价, 随着市场情绪平稳 AT1 债估值有望适度修复, 长期来看需警惕瑞士等 AT1 能够优先注销的区域内相关债券的重新定价风险。中国明确股权优先承担损失, 预计对我国二永债市场影响有限: 1) 制度方面, 资本管理办法明确“核心一级资本应首先并按比例承担绝大多数损失”, 说明我国按常规先股后债的顺序吸收损失。2) 减记风险方面, 《关于商业银行资本工具创新的指导意见(修订)》规定二永债在发生无法生存触发事件时立即减记, 其触发条件基本与瑞信的生存能力事件相同, 为银保监会或相关部门认定若不进行减记、转股或公共部门注资、提供同等效力支持则该银行将无法生存, 故我国二永债是否减记实际取决于银行资质及发生风险事件后国家监管态度, 受瑞信事件影响有限。3) 市场方面, 瑞信宣布合并后二永债信用利差走势未呈现显著波动, 侧面印证此次事件未明显波及我国二永债, 或主要系中国金融系统相对安全稳定、防范系统性金融风险意识较强且商业银行资本盈余相对充沛所致, 建议持续关注资本管理新规实行后银行资本充足率的变动情况。风险提示: 全球金融风险扩散; 资本充足率超预期变动; 债市异常波动。

(证券分析师: 李勇 研究助理: 徐津晶)

行业

环保行业跟踪周报: REITs 持续推进&中国特色估值体系探索, 环保板块国企迎价值重估

投资要点 重点推荐: 美埃科技, 国林科技, 景津装备, 赛恩斯, 仕净科技, 天壕环境, 高能环境, 英科再生, 三联虹普, 新奥股份, 九丰能源, 宇通重工, 凯美特气, 路德环境, 伟明环保, 瀚蓝环境, 绿色动力, 洪城环境, 天奇股份, 光大环境, 中国水务, 百川畅银, 福龙马, 中再资环。建议关注: 金科环境, 卓越新能, 山高环能, ST 龙净, 盛剑环境

证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》。2022 年以来, 证监会会同国家发展改革委落实国办发 19 号文要求, 加快推进 REITs 常态化发行, 并从市场培育、项目推荐、审核注册、监管资源配置和完善配套政策等方面提出 10 条措施。《通知》从市场体系建设、审核注册流程与机制、全链条监管制度以及配套政策与立法 4 方面提出措施, 进一步推进 REITs 常态化发行工作。探索建立中国特色估值体系, 环保板块国企具备价值重估潜力。2022 年 11 月 21 日, 证监会主席易会满在金融街论坛年会上首次提出要探索建立具有中国特色的估值体系; 2023 年 2 月 2 日的证监会系统工作会议再次提及中国特色估值体系; 2023 年 3 月 5 日政府工作报告提出, 深化国资国企改革, 提高国企核心竞争力。截至 2023/3/24, 地方国企/中央国企仅占环保板块数量的 23%/5%, 贡献 34%/7%市值, 地位重要。国企稳定性更强, 疫情冲击下显现盈利能力韧性, 价值认知待提升。从 2015/1/1-2023/3/24 的 PE(TTM)分位数来看, 央企和民营企业 2023/3/24 的分位数达 44%, 而地方国企仅有 31%。整体来看, 市场对地方国企/中央国企价值认知有待提升。建议关注【碧水源】【节能

国祯】【中建环能】【中材国际】【中材节能】【瀚蓝环境】【绿色动力】【三峰环境】【光大环境】【洪城环境】 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气赛道投资机会。(1) 技术驱动设备龙头：继续推荐产业链安全中的环境技术价值。①半导体配套重点推荐【美埃科技】空气净化供应商，公司洁净室产品满足半导体级生产要求，效果对标海外龙头。洁净室规模扩大，高毛利耗材业务占比上升，发展稳定性与盈利能力提升。重点推荐【国林科技】臭氧设备龙头，公司自研产品已实现国产替代性能基础，样机已进入清洗设备厂商稳定性测试，交付放量可期。②压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新能源、砂石骨料等新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增增长极。③光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，成本、技术、品牌优势奠定份额超 75%，单位价值量 5-11 倍提升成长加速；水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线。建议关注【金科环境】水深度处理及资源化专家，膜项目实力领先。污水水资源化与光伏龙头隆基签署合作框架协议，水指标+排污指标约束下，百亿空间释放。(2) 再生资源：①重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、污水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。②危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。③欧洲碳需求驱动：生物油疫后餐饮修复&欧洲限制 UCO 进口，原料供应充裕，单位盈利回升。欧盟减碳目标持续升级，碳价维持高位，驱动生柴掺混比例提升，对棕榈油等原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。再生塑料减碳显著，欧盟强制立法要求到 2025 年再生 PET 占比不低于 25%，2030 年不低于 30%，重点推荐【英科再生】【三联虹普】。(3) 天然气：全球气价回落，城燃毛差修复，继续看好具备核心资产的天然气公司。重点推荐【新奥股份】【天壕环境】【九丰能源】。最新研究：仕净科技：中标 3.35 亿元制药公司大单，深化医药领域布局。天壕环境：拟收购中国油气控股，延伸上游气源稀缺跨省长输资产价值提升。赛恩斯：股权激励目标彰显公司信心，2022-2025 年收入复增 40%。仕净科技：定增落地发展加速，联合体中标 12.3 亿元综合配套项目。环卫装备 2 月跟踪：2023M1-2 环卫新能源渗透率提升至 7.88%，多地新能源环卫车放量。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

(证券分析师：袁理)

食品饮料行业跟踪周报：零食渠道红利持续释放，华润业绩略超预期
 投资要点 零食公司积极拥抱零食量贩渠道，红利持续释放。1) 劲仔食品：产品端打造“1+4”矩阵，渠道端多元化扩张助推业绩高增。新品产能爬坡+原料成本压低毛利率水平。公司 2022 年实现归母净利润率 8.35%，同比+0.8pct。其中 22 年毛利率为 25.6%，同比-1.2pct，主要因新品处于产能爬坡期+鹌鹑蛋、鱼胚等原材料成本提升。期间费用率管控良好。产品端打造“1+4”矩阵，渠道端多元化扩张。产品端，公司继续打造 1 个 10 亿级单品（小鱼干）+4 个亿级单品（豆干、肉干、鹌鹑蛋、魔芋）。渠道端，在现代渠道继续推进大包装、散装策略，覆盖空白网点；在零食量贩渠道推进散装、小包定量装等。2) 甘源食品：8 大事业部助推渠道多元化，23 年利润弹性大。坚果新品储备足。今年拟在 5 月左右推出“冻干坚果”大单品，其他新品包括椒腰果、开心果和榛子仁产品。其中冻干坚果拟在高端会员店以及零食店上新。渠道分为 8 个事业部，多元化扩张。内部销售架构调整完成，分为 8 个事业部，包括电商、零食量贩、高端会员店等。今年电商目标接近翻番；零食渠道目标新增 2 亿元（去年 6000 万元）；高端

会员店达到 3 亿元（去年 2+ 亿）；流通、特渠销售达到 2+ 亿元（流通渠道去年 8000 万元）。新品储备充分，助力渠道多点扩张。原材料成本下行+河南工厂产能爬坡，利润弹性大。目前公司棕榈油、夏果采购成本同比下降 30%+，叠加河南工厂随着后续规模提升、新品放量减亏，预期公司经营性利润率可提升至 12%+。3）良品铺子：积极拥抱零食量贩渠道，看好 23 年线下渠道复苏。毛利率提升带动盈利能力稳定修复。公司 2022 年归母净利率 3.55%，同比+0.53pct。公司 2022 年毛利率为 27.57%，同比+0.80pct。销售/管理费用率分别同比+0.67/-0.04pct。销售费用增加主因加强促销和推广活动，同时销售人员数量增加导致。主品牌开新店+改造老店，新开零食顽家拥抱零食量贩渠道。公司今年拟改造良品主品牌老店 1000 家，再新开 1000 家新店，新店投资回报周期缩短，新增即饮咖啡烘焙区引流效果佳。同时公司新开零食顽家量贩连锁店，单店日销平均达 1.3 万元，今年拟通过开店 300 家+收并购等方式在湖北市场布局零食量贩门店 500 家。华润啤酒：业绩略超预期，23 年期待高端化加速。1）喜力表现亮眼，23 年期待高端化加速。2022 年全年吨价同比+5.2%，吨毛利同比+3.4%。次高端及以上产品销量同比+12.6%，其中喜力销量同比+30%，表现亮眼。公司反馈 23Q1 广东企稳实现双位数增长，喜力今年有望继续加速。2）增效+税率优化带动利润亮眼表现。公司 2022 年核心利润率 12.8%，同比+2.1pct。其中毛利率 38.5%，同比-0.7pct，吨成本同比+6.5%，主因大麦及包材涨价。预期今年包材成本同比下降，成本压力进一步缓解。2022 年销售费用/管理费用率/所得税率分别同比-1.1/-1.4/-4.8pct，其中剔除关厂影响还原后管理费用率同降 0.9pct，公司优化、提效效果显著。卫龙：短期业绩承压，长期看好品牌势能助推大单品放量。1）提价+外部环境扰动短期业绩。分产品看，公司 22 年面制品/菜制品/豆制品及其他分别实现营收 27.2/16.9/2.2 亿元，同比-6.8%/+1.8%/+1.0%。辣条品类下滑主因公司 22 年进行战略性产品结构调整，提价后对销量有一定影响，叠加外部需求较弱导致。2）产品结构带动毛利率提升，经营性盈利水平稳定。公司 2022 年经调整后净利率（剔除一次性以股份为基础的付款）19.7%，同比+0.8pct，盈利水平稳健。其中毛利率 42.3%，同比+5pct，主因产品结构升级+提价传导。销售/管理费用率分别为 13.7%/10.4%，分别同比+2.8/2.9pct，销售费用率提升考虑主因公司加大品牌推广费用投入；管理费用考虑主要系股权激励支付费用增加所致。风险提示：疫情反复、宏观经济波动、食品安全问题、复苏不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲）

有色金属行业跟踪周报：加息尾声，看好贵金属和铜铝

行业观点：加息尾声，看好贵金属和铜铝。美联储 3 月加息 25bp，符合市场预期；美联储至多或仍有 1 次 25bp 的加息机会，加息步入尾声。1）基本金属：旺季来临，铜、铝去库幅度分别为 8%、7%，下游电网等订单较为旺盛；23 年为供给释放巅峰，看好后续需求复苏下的价格中枢抬升。2）贵金属：衰退后果开始凸显，黄金作为抗通胀和避险资产价格有望持续上行；而在工业领域有更多用途的白银，在现阶段降息预期加强的情况下或享有更高价格弹性。3）小金属方面，由于低库存，锑和钒价格持续高位；短期钢招量下滑，钼价下探。4）稀土：2023 年第一批指标发布，轻稀土相对宽松，而重稀土指标有所下滑；看好后续稀土价格探底回升。继续首推贵金属板块的浩通科技、赤峰黄金；建议关注山东黄金、紫金矿业。关注具备高成长性的铜标的和高弹性的铝标的：洛阳钼业、金诚信、西部矿业、云铝股份和神

火股份。建议关注小金属优质标的：湖南黄金、华钰矿业、南化股份和钒钛股份。稀土板块建议关注三川智慧，广晟有色和中国稀土。行情回顾：本周（3月20日—3月24日），沪深300指数上涨2.0%，收于4865.78点。有色金属（申万）指数上涨2.71%，收于4907.58点。有色金属细分子行业中，按申万三级指数：铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料分别收于557.63、783.34、562.44、1213.66、1202.70和1194.70点，涨跌幅分别为3.18%、2.25%、3.16%、4.22%、2.51%和2.12%。个股涨幅前五的公司为铂科新材、云南锗业、天山铝业、昆工科技、株冶集团。行业动态：稀土磁材：本周稀土市场主流产品价格弱稳走势延续，预计短期镨钕镱等主流产品弱稳震荡行情不改，价格下探也是逐步寻底过程。锂：磷酸铁锂成本与销售双重承压，铁锂厂观望情绪较浓唯恐高位采购锂盐与前驱体。钴：国际市场局面尚属平稳，国内盘面行情有所下移。成本支撑，再加上海外报价坚挺，下游市场逐渐恢复，预计短期内钴产品报价偏稳。铝：本周国产铝矾土市场价格延续前期平稳走势，较上周同期均价持平。铜：本周电解铜价格回落，社会库存延续去库态势。但由于当前外围宏观环境扰动较大，铜价波动剧烈，市场整体依然偏谨慎。贵金属：本周金银价格震荡运行，重心较上周上移。风险提示：房地产下滑；制造业回暖不及预期。

（证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬）

汽车行业跟踪周报：3月第三周上险量环比+5%

投资要点 每周复盘：终端需求呈现逐步回暖趋势，叠加板块超跌后情绪反弹，SW汽车上涨2.1%，跑赢大盘1.7pct。子板块涨跌互现。申万一级31个行业中，本周汽车板块排名第8名，排名靠前。估值上，自2011年以来，SW乘用车的PE/PB分别处于历史88%/77%位，分位数环比上周+1pct/+3pct；SW零部件的PE/PB分别处于历史79%/36%分位，分位数环比上周+2pct/+4pct。基本面跟踪：1）周度销量：乘联会周度数据口径：3月第三周批发日均4.2万辆，同比去年3月同期下降4%，环比上月同期下降9%。根据交强险数据，3月第三周行业层面交强险零售：整体31.7万辆，同比+8%，环比+5%。2月狭义乘用车产量实现166.4万辆（同比+11.2%，环比+23.6%），批发销量实现161.8万辆（同比+10.2%，环比+11.7%）。库存：2月乘用车行业整体企业库存+4.6万辆，2月乘用车行业渠道库存+11.5万辆。2）重点新车：吉利领克08正式亮相。3）上游成本：原材料价格小幅下跌。本周（3.20-3.26）环比上周（3.13-3.19）乘用车总体原材料价格指数-3.26%，玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别-0.31%/-0.53%/-0.77%/-1.10%/-4.01%。个股基本面更新：整车板块：吉利发布2022年年报，业绩符合我们预期。零部件板块：伯特利、爱柯迪的发布2022年年报，业绩符合我们预期。投资建议：短期板块或迎超跌反弹，长期依然看好自主汽车产业链崛起。1. 短期板块或迎超跌反弹：1）前期市场因担心价格战的影响板块已经调整较为充分；2）本轮价格战后续如何演绎仍需观察；3）价格战对年报/一季报的影响相对有限。2. 2023年汽车关键词是【以价换量】。从近10年汽车历史可比角度看，2018-2019年从现象维度看有些许类似【车企不断降价】，但背景差异较大：1）2023年汽车总量需求曲线是复苏的，2018-2019年是持续下行（尤其是2016-2017年高度透支后）。2）中国汽车产业的未来美好前景这轮是清晰且有信心的，2018-2019年是非常模糊的。3. 坚定信心！依然看好新能源汽车带动中国汽车产业链全球崛起之路。整车板块重视优秀自主品牌长期崛起力量【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/AITO等为代表】。零部件板块重视：1）特

斯拉培养出一批未来或具备全球竞争力企业【拓普集团/旭升集团/新泉股份等为代表】。2) 油车时代已经证明过长周期成长能力【福耀玻璃/星宇股份为代表】。3) 智能化产业链自主成长力量【德赛西威/华阳集团为代表】。另外建议重点关注汽车中特估主线核心品种【中国汽研】。风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车产销低于预期

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇 研究助理: 谭行悦 研究助理: 杨惠冰)

国防军工行业跟踪周报: 军工信息化持续强势, 央企军工强优大正在蓄势, 军工行业有望迎来双轮驱动

投资要点 上周行业走势情况 上周, 军工(申万)全周涨跌幅为1.46%, 行业涨幅排名位居第14/31位。细分板块中, 仍以军工信息化为代表的新域新质方向为结构性强势所在, 核心赛道短期可预期后期人事更迭与中期调整带来的订单变化。 上周几个重点事项 国资委支持军工央企做强做优做大。做强, 旨在提升能力, 持续在更多先进装备上实现与国外代次相当、同台竞技。做优, 政策放开央企军工盈利上限, 实施员工持股和股权激励, 提升企业效率和盈利水平。做大, 军工央企存在做大市值的现实需要, 补强军费不足, 同时, 技术向民用外溢, 军贸市场带来第二成长曲线, 军工有望成就为新的重大产业地位。后续, 国资委或将出台进一步政策, 如资产重组、股权激励、转型考核机制等, 我们看好军工央企在国资委政策支持下实现更好的高质量发展, 推荐核心赛道中下游、拥有进一步改革增效预期的军工央企标的。 围绕中美、俄乌, 每周都有重要的军事斗争与外交博弈事件: 1) 中东方向: 沙伊和解后连锁反应持续, 中东地区形势大变迎和平与稳定曙光, 包括: 突尼斯恢复与叙利亚外交关系, 伊拉克与伊朗签署安全协议, 埃及和土耳其恢复外交关系, 海合会6国与伊朗在中国展开对话改善双边关系。2) 俄乌方向: 英对乌提供贫铀弹, 美对乌提供主战坦克, 俄罗斯将在白俄罗斯部署核武器; 中俄两国高层会晤签署联合声明释放和平信号, 日首相突访基辅再拱火搅局。3) 台海方向: 马英九宣布择时赴大陆; 洪都拉斯宣布与中国建交并与中国台湾断交。4) 南海方向: 美菲军演与菲对美开放四个军事基地, 中国或重启南海造岛, 中国副外长赴菲沟通后, 菲方要求美国军事基地选址不可靠近台海。5) 东北亚方向: 美韩大规模军演“两栖登陆”和“斩首行动”, 并宣布6月继续军演; 朝鲜回应举行战略军演, 发射多枚多型远程巡航导弹。 主题风格主导, 信息化板块持续强势: 近期计算机、通信等行业表现较强, 军工与上述行业的交叉领域, 即军工信息化板块, 持续受到带动, 延续了前期强势。从相关涨幅居前个股分析来看, 均为处于底部、机构持仓少、业绩一般的标的, 核心逻辑均为新概念的催化, 也符合近期对业绩容忍度很高的市场风格。 人事更迭与中期调整: 当前时点, 在军费增速超预期背景下, 展望军工行业后续, 有两点变化预期。一是, 两会之后军兵种和战区某些领导人事调整换届后, 前期某些延迟下达的装备大订单也会释放, 在目前既有滚动订单之上进一步增加需求弹性; 二是, 今年是十四五中期调整年份, 调整的方向依然是对首战即用的装备, 进行作战效能的提升以及成本的不断优化, 在恰当的性价比之下进行提速扩量。 关注标的: 考虑军费增速超预期, 外交与军事博弈升级, 从主题向基本面切换的需求, 建议关注核心赛道, 尤其是下游主机厂标的。两个条线值得关注: (1) 军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点: 中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科; (2) 新订单、新概念、新动量: 中无人机、航天电子、华如科技、康拓红外、中天火箭。 风

风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧）

计算机行业点评报告：华为盘古大模型产业链梳理

投资要点 华为盘古大模型技术领先：2021年4月25日，在华为开发者大会（Cloud）上，华为云发布了盘古系列超大规模预训练模型。盘古大模型由NLP大模型、CV大模型、多模态大模型、科学计算大模型等多个大模型构成。2019年，盘古大模型在权威的中文语言理解评测基准CLUE榜单中，盘古NLP大模型在总排行榜及分类、阅读理解单项均排名第一，刷新三项榜单世界历史纪录；总排行榜得分83.046。基于华为昇腾人工智能生态，生态链强大：昇腾计算产业是基于昇腾系列处理器和基础软件构建的全栈AI计算基础设施、行业应用及服务。华为拥有性能国内领先的训练、推理卡。昇思MindSpore AI计算架构位居AI框架第一梯队。华为盘古大模型已经在金融、气象、工业等多个领域落地应用。华为盘古大模型产业链环节众多：华为盘古大模型基于昇腾计算产业生态，产业链和昇腾生态产业链重合，主要分为应用软件伙伴、IHV硬件伙伴、整机硬件伙伴、一体机解决方案伙伴、辅助运营伙伴。投资建议：海外GPT技术发展迅速，人工智能产业革命已经到来。我们认为算法是决定AI胜负的关键。算法大逻辑相同，但是精细的部分会有差距。我们认为华为盘古大模型的优势在于人才储备和算力自主可控，有望成为国内领先的大模型，其生态产业链标的有望迎来加速发展。相关标的：整机：拓维信息，四川长虹，神州数码，同方股份，广电运通，紫光股份。固件：卓易信息。操作系统：麒麟软件（中国软件），统信软件（诚迈科技），麒麟信安。数据库：海量数据。中间件：东方通，宝兰德。应用落地。金融行业：软通动力，润和软件，常山北明，中科软；智慧城市：云从科技；交通：千方科技，中远海科；ERP：用友网络，汉得信息，赛意信息；工业软件：能科科技，中望软件；办公软件：金山办公。风险提示：技术研发进度不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰）

食品饮料行业点评报告：23Q1白酒板块业绩前瞻：预期较稳定，看好当前白酒板块配置价值

投资要点 弱复苏引发担忧，板块震荡回调：3月1日以来板块跌幅3.0%，古井、口子、老窖相对跌幅较小，酒鬼、顺鑫、水井坊跌幅靠后。市场担忧多集中于弱复苏基调下动销受影响。1）23年GDP增长目标为5%，以稳为主，循序渐进促进高质量发展；消费信心恢复仍需时间，未见宽松政策大量出台。2）年初以来需求集中释放，1月份以来至正月十五酒企反馈动销积极，各区域渠道反馈良好，3月份淡季动销环比下降，市场更担忧经济弱复苏会后续进一步影响酒企实际动销。主要酒企23Q1经营情况：1）贵州茅台：散飞/原箱批价分别为2750/2935元，库存1个月以内，当前回款比例近35%，茅台1935近期线上线下活动增加，我们预计23Q1总营收同比+16%。2）五粮液：发货进度约40%（追平22年），公司加强对于串货乱价行为惩罚力度、部分区域控货，批价940-950元，我们预计23Q1营收同比+16%。3）泸州老窖：当前回款进度30%+，批价约900元，逐步控货提价稳定价格。公司反馈当前库存1个多月，节后部分客户补货，我们预计23Q1营收同比+22%。4）山西汾酒：2月份全面停货20天，当前库存1.5M左右，阶段性控货已结束，回款发货进度35%-40%；青20

批价约 350 元、复兴版 790-800 元。公司反馈 1 月份动销相对平稳, 2 月控货去库存保持较好价盘, 1 季度目标有能力完成, 我们预计 23Q1 营收同比+18%。5) 酒鬼酒: 整体回款进度 30%左右, 发货较慢, 全国库存约 30%。当前内参批价约 780 元, 未来目标往 830-840 元提升, 红坛约 310 元(省内批价有提升), 考虑 22 年高基数和去库存动作, 我们预计 23Q1 营收同比双位数下滑。6) 舍得酒业: 回款发货进度 20%+, 一季度主业增长为主, 库存在 2-3 个月良性区间, 我们预计 23Q1 营收同比基本持平。7) 洋河股份: 省内外回款约 45%, 发货约 4 个月-4 个半月, 综合库存在 2-3 个月, 省内梦 6+动销相对较好库存相对更低, 2 月 16 日起停止接受经销商 M6+产品订单, 目前价格较为稳定, 近期恢复接受订单, 海之蓝批价 130-140 元, 天之蓝 290-300 元, M3 水晶版 420 元, M6+约 615 元, 我们预计 23Q1 营收同比+18%。8) 今世缘: 回款进度 40%出头, 3 月公司暂停接收四开配额销售订单, 综合库存 2-3 个月, 3 月以消化库存为主, 我们预计 23Q1 营收同比+23%。9) 古井贡酒: 当前进度 40%+, 合肥地区达成 45%, 库存 2-3 个月(不高于 22 年), 下次回款预计端午节。古 20 批价 540 元, 古 16 约 320 元, 合肥经销商反馈古 16 及 20 动销增速较快, 我们预计 23Q1 营收同比+20%。10) 迎驾贡酒: 一季度回款发货完成, 合肥地区节前回款进度约 60%, 春节动销较好, 节后洞 6 批价有回升, 洞 9/16 整箱批价 760/1250 元, 我们预计 23Q1 营收同比+23%。估值具备性价比, 看好板块配置价值。3 月份以来板块调整动销表现正常, 近期各名酒酒企也陆续进入查价格/控货阶段, 保持正常节奏, 后续批价有望坚挺及提升, 估值性价比呈现; 从全年来看复苏主线清晰, 23H2 比 H1 趋势更加向好, 我们仍看好行业贝塔, 对板块保持全年乐观。4 月春糖在即酒企控货进行时, 看好当前白酒板块配置价值。当前推荐投资主线为: 1) 全年确定性维度重点推荐五粮液, 推荐泸州老窖, 高端酒企加强消费者培育, 渠道动作推进价稳, 且业绩预期变动较小, 确定性高; 2) 推荐洋河股份: 宴席后续持续恢复受益品种, 内部有变化持续观察落地, 当前市场预期差大; 3) 弹性角度推荐舍得酒业/迎驾贡酒。风险提示: 消费复苏不及预期、食品安全问题。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

钢铁行业跟踪周报: 进口矿价格下降, 钢厂盈利修复

行业观点: 进口矿价格下降, 钢厂盈利修复。本周市场表现消费降幅明显。供给近两周保持稳定, 仅有部分长流程企业产量因短检等因素而有变化。本周库存去库降幅持续收窄, 社库主降, 但出货节奏明显放缓。供稳需降下, 国内钢价指数降 1.9%。受益于国内经济开局良好, 楼市回暖带动需求, 成本受煤炭进口零税率政策延长, 进口矿价格有所下降等得到控制, 钢厂利润逐步修复, 本周钢企盈利比例 58.9%。叠加当前估值、价格低位, 我们对周期股的观点逐步转向乐观。周期标的首推华菱钢铁、宝钢股份、鄂尔多斯; 新材料股继续推荐金钼股份、望变电气、广大特材、隆达股份等。行情回顾: 本周(3 月 19 日-3 月 24 日)申万钢铁环比减 3.5%, 落后上证综指 4.0%。涨幅居前的个股为上海钢铁(26.7%)、法尔胜(25.5%)、云鼎科技(21.2%)。本周螺纹钢、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别为 4107 元/吨、4253 元/吨、867 元/吨、2736 元/吨, 较上周(3 月 12 日-3 月 17 日)分别变动-3.6%、-2.4%、-5.3%、-1.7%。行业动态: 普钢: 本周钢材社会库存 1513 万吨, 环比减 2.5%; 其中长材库存 1019 万吨, 环比减 2.3%; 板材库存 494 万吨, 环比减 2.9%。三月中旬钢厂库存均值 1896 万吨, 环比增 7.1%。本周全国 237 家钢贸商出货量 12.8 万吨, 环比减 8.2%; 本周上海终端线螺走货量 1.5 万吨, 环比减 10.4%。

本周跟踪的螺纹、热轧、冷轧、中厚板成本滞后毛利分别为 655 元/吨、679 元/吨、487 元/吨、793 元/吨。铁矿：本周澳、巴、印铁矿石发货量 2406 万吨，环比减 1.0%；北方 6 港到港量 1126.8 万吨，环比增 7.6%。本周铁矿石港口库存 13605 万吨，环比减 0.6%。本周港口进口矿日均疏港量 303.3 万吨，环比持平。焦煤焦炭：焦炭市场暂稳运行，焦企利润有所好转，部分企业保持观望；本周炼焦煤市场偏弱运行，煤矿出货压力渐显，场交氛围冷清。硅铁硅锰：本周硅锰市场主稳运行，南方较为坚挺，期货市场窄幅震荡运行，盘面走势先抑后扬；本周硅铁市场整体震荡走势明显，整体趋势有开启上涨走势的迹象。特钢：本周模具钢市场价格震荡趋弱运行，低价出货套现为王；本周全国优特钢 价格小幅下跌，市场整体表现偏弱；本周工业线材 各品种呈现下跌行情。不锈钢：下游悲观情绪难消，镍矿价格持续承压；铬矿市场平稳运行，周内铬矿现货成交表现一般；本周地区性市场不锈钢价格震荡偏弱运行。风险提示：房地产下滑，制造业回暖不及预期。

（证券分析师：杨件）

商贸零售行业跟踪周报： ChatGPT 迅速成长下，关注 AI+教育在应用层面的具体投资机会

本周行业观点（本周指 2023 年 3 月 20 日至 3 月 24 日，下同） AI+教育预计有望成为 AIGC 的重要落地方向：ChatGPT 的问世，我们认为对消费行业的应用场景也同样有较大的启发，应用层始终是我国最大的优势，其中 AI+教育预计有望成为 AIGC 的重要落地方向。我们认为应用场景主要有以下几大方向：1) 学习如何与 AI 沟通，AI 相关培训：了解 AI 输出内容的背后的逻辑，如何快速找到自己想要的答案，本身是一个需要学习的过程，由此我们认为在教育行业或可以生成更多对于思维或者 AI 逻辑的培训；2) 教育个性化产品的生成：比如根据每个学生实际学习情况而生成的个性化错题本，习题库，学习报告等等；3) 降本增效，提升教学运营效率的教育信息化产品：我们认为在教学环节，AI 也能一定程度上替代重复性的劳动，比如智能化批量阅卷，自动生成课件等。AI+教育相关标的主要包括：盛通股份：公司业务主要包括印刷和教育两大板块，其中教育板块主要为针对青少年的机器人编程线下培训，未来随着 AI 成为产业大趋势，对于编程思维方面的培训需求也会加大。我们预计 2023 年公司教育板块将有望实现明显恢复，逐渐爬坡放量。传智教育：主要提供人工智能、大数据、智能制造、软件、互联网、区块链等数字化专业人才的短期培训业务，旗下培训品牌“黑马程序员”，AI 课程在行业也享有不错的口碑，公司每年培养大量人才去 AI 领域。我们认为随着人工智能的发展，对于 AI 训练师和架构师的需求也会加大，公司培训业务需求也有望增加。佳发教育：公司主要业务包括智慧校园系统，智能考试系统等搭建，业绩在疫情中收到了一定的影响，叠加学校贴息贷款支持政策，疫后预计会恢复，公司业务能够同时满足智能化应用降本增效和个性化产品输出两条 AI+教育逻辑。世纪天鸿：公司主营教辅图书策划、设计、制作与发行，服务我国中小学师生，涵盖同步学习、备考、专题、工具参考、教研教案全品类；同时积极布局教育 AI 等项目，提供精准教学、个性化学习等数字化产品与服务。公司在 2021 年的定增中已经规划研发提供减少老师的重复工作量，智能阅卷的产品，同时给学生提供个性化的 AI 教学产品。建议关注：盛通股份，传智教育，佳发教育，世纪天鸿等。风险提示：应用场景逻辑不及预期，订单不及预期，招生不及预期，网点扩张不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旂璿 证

券分析师: 张家璇 证券分析师: 谭志千 证券分析师: 阳靖)

建筑材料行业跟踪周报: 顺周期地产链存在补涨机会

投资要点 本周(2023.3.18-2023.3.24, 下同): 本周建筑材料板块(SW)涨跌幅 0.69%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.72%、1.84%, 超额收益分别为-1.03%、-1.15%。大宗建材基本面与高频数据: (1) 水泥: 本周全国高标水泥市场价格为 438 元/吨, 较上周基本持平, 较 2022 年同期-68 元/吨。较上周价格持平的地区: 长三角地区, 两广地区、华北地区; 较上周价格环比上升的地区: 西南地区(+10 元/吨)、长江流域(+11 元/吨)、中南地区(+3 元/吨); 较上周价格环比下降的地区: 泛京津冀地区(-3 元/吨), 东北地区(-5 元/吨), 西北地区(-10 元/吨)、华东地区(-1 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 60.3%, 较上周+1.6pct, 较 2022 年同期-1.2pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 60.7%, 较上周-4.6pct, 较 2022 年同期+4.8pct。(2) 玻璃: 卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1780 元/吨, 较上周+20 元/吨, 较 2022 年同期-333 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5865 万重箱, 较上周-295 万重箱, 较 2022 年同期+220 万重箱。(3) 玻纤: 无碱 2400tex 直接纱成交中位数 4062 元/吨, 较上周-7 元/吨, 较 2022 年同期-2088 元/吨。 周观点: 此前我们提及弱复苏下主题投资有较多机会, 过去几周, 众多主题投资收敛至 ChatGPT 主线上, TMT 成交量占比达到历史高点, 从博弈层面来看周期股或阶段性迎来机会。本周 60 城地产销售数据持续回暖, 回暖趋势具备持续性。从过往几轮周期来看, 地产销售转正是地产链 beta 的开始, 短期建议关注业绩超预期个股, 中期继续推荐零售板块。(1) 零售端定价能力强、现金流好, 龙头企业持续下沉渠道和提升品牌, 推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、箭牌家居、蒙娜丽莎、东鹏控股。(2) 基建链条实物需求加速落地, 利好水泥混凝土产业链, 长三角水泥价格底部已现, 龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际, 推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。(3) 工程端供给侧持续出清, 推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等, 建议关注三棵树。 弱复苏下主题投资更加受重视, 国企改革和一带一路相关标的有天山股份、北新建材等。 大宗建材方面: 玻璃: 终端需求延续缓慢回暖, 得益于前期供给的收缩, 产业链库存压力持续缓解, 虽然短期高库存下价格弹性尚弱, 但是中期来看, 行业大范围亏损持续压制玻璃窑炉开工率甚至加快供给出清, 2023 年竣工需求有前期高开工体量支撑, 随着终端需求的启动, 将支持玻璃库存中枢显著下行, 价格弹性有望增加。若保交付落地, 库存去化斜率加快, 价格弹性更大, 叠加纯碱产能投放利好玻璃在产业链的利润分配, 企业盈利有望大幅修复。浮法玻璃龙头企业享有中长期成本优势, 叠加新业务拓展的估值弹性, 继续推荐旗滨集团, 建议关注南玻 A 等。 玻纤: 短期需求缓慢恢复, 但库存压力尚未出现明显缓解之前价格上升动力尚显不足。我们判断中期仍是一个供需平衡持续修复的过程, 得益于产能投放节奏放缓, 稳增长政策发力带来的内需回升, 价格弹性的增强仍需看到库存加速去化。若外需韧性或者风电需求弹性超预期, 有望带来行业库存的超预期去化和价格弹性。推荐中国巨石, 建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份等。 水泥: 本周水泥需求受雨水天气增多影响阶段性回落, 同比略好于去年同期, 其中基建是结构性亮点, 但资金链紧张仍对需求强度形成制约。短期来看, 开窑后行业库存有

所反复，价格涨跌互现，说明对于产能过剩地区，库存稳定在低位以及价格的推涨仍然需要基建需求的继续发力、房建需求的回暖或错峰的配合。中期来看，投资继续作为稳增长重要抓手，随着财政政策继续发力配合金融工具支持加速信贷落地，2022 年四季度以来信贷持续改善，狭义基建投资尤其是交通投资明显加速，2023 年基建实物需求有望迎来释放高峰，需求回升将利好景气中枢有望企稳回升，旺季价格弹性有望增强。水泥企业市净率估值处于历史底部，受益稳增长继续加码和地产景气改善，有望迎来估值修复。推荐受益沿江景气反弹，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥和上峰水泥等，中长期推荐基建需求占比更高的北方区域产能占比较大的水泥标的，如冀东水泥、天山股份等。装修建材方面：年后复工部分品类经销渠道反馈出货速度加快，总体需求结构来看零售好于工程，非房好于地产，市场逐步回暖。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计 23 年盈利继续修复。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：原材料价格上升风险、地产信用风险失控、政策定力超预期。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦)

电力设备行业跟踪周报：锂电和光伏估值低位，需求逐步弱复苏

投资要点 电气设备 9220 上涨 3.18%，表现强于大盘。本周（3 月 20 日-3 月 24 日，下同）新能源汽车涨 3.55%，锂电池涨 3.39%，电气设备涨 3.18%，光伏涨 2.58%，风电涨 1.49%，发电设备涨 1.41%，核电跌 0.14%。涨幅前五为中际旭创、麦迪电气、科华恒盛、中材科技、爱康科技；跌幅前五为大豪科技、鲁亿通、森源电气、华光股份、晓程科技。行业层面：储能：全国：四部委发文开展农村能源革命试点县建设，综合可再生能源储能等技术；国家能源局发文指出，中大型储能电站应慎用梯次利用动力电池；天津：天津市首个新能源产业专项政策发布，储能补贴 0.5 元/千瓦时、最高 100 万元；广东：发布指导意见，提出 2025 年新型储能装机达 3GW；广州市发布碳达峰方案，提出到 2025 年新型储能装机容量达到 0.2GW 左右；美国：新墨西哥州计划到 2034 年实现 2GW/7GWh 新能源储能目标；罗马尼亚：罗马尼亚政府电池储能项目获欧盟 1.25 亿美元赠款。电动车：工信部：着力稳住汽车、消费电子等大宗消费，巩固新能源汽车等优势产业领先地位；乘联会：预估 3 月电动车零售 56 万辆，同环比+26%/28%；日美政府接近达成协议，有望允许日企享受美国电动汽车优惠措施；宁德时代：今年钠离子电池和 M3P 预计都将实现产业化；宁德时代麒麟电池已量产，同体积比 4680 电量高 13%；曾毓群：新能源汽车渗透率不等于电池渗透率 电池应用仍有十倍以上空间；大众集团欧洲第二座电池厂开建，产能 40gwh；长江有色金属钴 30.7 万元/吨，本周-1.3%；SMM 钴粉 28 万元/吨，本周环比持平；SMM 电解钴 30.25 万元/吨，本周-2.1%；百川金属钴 30.3 万元/吨，本周-2.3%；MB 钴（高级）18.25 美元/磅，本周+0.7%；MB 钴（低级）16.88 美元/磅，本周+1.7%；上海金属网镍 18.29 万元/吨，本周-0.1%；长江有色金属锰 1.64 万元/吨，

本周-0.6%；百川工业级碳酸锂 22.5 万元/吨，本周-15.4%；百川电池级碳酸锂 27.3 万元/吨，本周-13.3%；SMM 国产氢氧化锂 36.85 万元/吨，-5.6%；SMM 磷酸铁锂电解液材料 3.71 万元/吨，本周-3.9%；SMM 六氟磷酸锂 11.25 万元/吨，本周-14.4%；SMM 电池级 DMC 碳酸二甲酯 0.56 万元/吨，本周-4.3%；三元 523 型前驱体材料 9.3 万元/吨，本周-2.6%；三元 111 型正极材料 20.95 万元/吨，本周-11.8%；人造石墨中端负极材料 4.4 万元/吨，本周环比持平；百川石油焦 0.29 万元/吨，本周-10.1%；SMM 国产 9um 湿法隔膜 1.2 元/平，本周-6.3%；圆柱电池 8.77 元/支，本周-5.4%；8 μ m 国产铜箔加工费 20.5 元/公斤，本周-8.9%。

新能源：国家能源局：1-2 月光伏新增装机 20.37GW；四部委：加快农村风电、光伏开发，地方可通过土地入股、收益共享等参与融合共建；国际能源署：4 年内，全球太阳能发电赶超煤电；欧洲议会：2028 年前，所有新建筑必须使用太阳能；美国：2022 年共部署 4.8GW 电池储能项目，储能系统成本上涨 18%；德国 BMWK：每年新增 11GW 地面、11GW 屋顶光伏；隆基 29GW HPBC 电池已投产，年出货将达 20GW；根据 Solarzoom，本周单晶硅料 220 元/kg，环降 2.22%；单晶硅片 182/210mm 6.50/8.20 元/片，环平；单晶 PERC182/210 电池 1.10/1.11 元/W，环平；单面单晶 PERC182 组件 1.76 元/W，环降 0.56%，双面 TOPCon182 组件 1.85 元/W，环平；玻璃 3.2mm/2.0mm 25.5/18.5 元/平，环平。

2022 年全国（除港澳台地区外）累计风电吊装容量 3.96 亿千瓦。本周风电招标 0.59GW，均为陆上。本周开/中标 1.51GW，均为陆上。按美元计价，1 月太阳能电池（含组件）国内出口金额为 40.32 亿美元，同环比+24.5%/+29.0%；2 月国内出口金额为 37.66 亿美元，同环比-7.7%/-6.6%。1-2 月累计出口 77.99 亿美元，累计同增 6.5%（22Q1 印度抢装基数较高）。电网：2023 年 1-2 月电网累计投资 319 亿元，同比+2.2%。

公司层面：通威股份：谢毅先生辞去董事长、董事、公司 CEO 等职务。华友钴业：Arcadia 锂矿已完成设备安装调试工作。固德威：为子公司开展分布式业务提供不超过 10.30 亿元担保。晶澳科技：22 年营收 729.9 亿元，同增 77%；归母净利 55 亿元，同增 171%。爱旭股份：2.16 亿限售股将于 3 月 29 日上市流通。多氟多：22 年营收 123.6 亿元，同增 58%；归母净利润 19.5 亿元，同增 55%。中天科技：终止分拆子公司中天科技海缆上市。鼎胜新材：与宁德时代签订《战略合作协议》，供应铝箔份额不低于需求的 50%。金盘科技：1）22 年营收 47.5 亿元，同增 44%；归母净利润 2.8 亿元，同增 21%；2）976.7 万张可转债于 3 月 22 日进入转股期。盛弘股份：22 年营收 15 亿元，同增 47%；归母净利 2.23 亿元，同增 97%。格林美：与 SKOn、ECOPRO 签署合资建设新一代超高镍多元前驱体工厂备忘录，总投资约 1.21 万亿韩元。

投资策略：储能：22 年美国储能装机 4.8GW/12.18Gwh，同增 34/12%，Q4 低于预期主要是有 3GW 项目延期，截至 2023 年 1 月底备案量达 22.71GW，ITC 延期十年首次明确独立储能给与抵免，美国大储 23 年重回 150%以上增长；国内大型储能 22 年招标已超 40GWh，22 年并网翻倍，23 年预计 150%以上增长。欧洲居民 23 年电价合约普遍在 45 欧分左右，一季度淡季需求平稳预计全年需求旺盛；非洲因缺电光储需求旺盛；全球储能三年的 CAGR 为 60-80%，成长确定，继续强烈看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。光伏：本周致密料成交均价降至每公斤 216.3 元左右，环跌 2.67%，个别小厂签单价格跌破 200 元，硅片/电池价格持稳；排产来看，1 月超预期上修外，2 月大体持平，3 月大厂排产预计环增 10%+，4 月预计环比持平略增；Topcon 投产持续加速，晶科速度和效率均领先，率先将 N 型出货占比提升至 60%+，行业平均 30%+，今年光伏产业

链供给瓶颈解决，储备项目释放，美国和中国市场确定高增，欧洲和其他保持稳健增长，预计 23 年全球光伏装机 375GW+，同增 45%以上，继续全面看好光伏板块成长，看好逆变器、组件、topcon 新技术龙头。电动车：2 月国内电动车销 52.5 万辆，同环比增 56%/29%，符合预期，预计 2023 年 Q1 销 155 万辆，同比+25%，短期燃油车大幅降价，短期分流部分电动车订单，但电动化大势所趋，随新车型上市，Q2 订单有望逐步恢复，全年增长 31%至 900 万辆；欧洲 2 月销量有所回升，主流九国合计销量 13.5 万辆，同环比+6%/+20%，电动车渗透率 20.1%，全年 20%+增长至 300 万辆+，美国和其他国家保持 70%左右的增长。排产看，4 月排产预计弱复苏，环增 5-10%，预计 5-6 月将进一步恢复；价格方面，碳酸锂加速下降，期货价格跌破 20 万/吨，电池成本明显下降，有望拉动动力及储能需求。盈利看，电池盈利依然稳中略升，结构件等相对稳定，其余价格均有下降，市场已充分预期，锂电材料 23 年仅 15-20 倍 PE，电池 20-25 倍 PE，叠加储能爆发加持，看好 Q2 锂电反转，首推盈利确定的电池环节及盈利趋势稳健的结构件、隔膜&负极龙头。工控：1-2 月工控公司订单均微增，我们预计 Q2 行业有望拐点向上，国产替代持续加速，看好汇川技术及国内龙头。风电：陆风 22 年需求旺盛，海风 22 年招标放量，23 年恢复持续高增长，重点推荐零部件&海风龙头。电网：投资整体稳健，22 年投资小年、23 年大年，关注特高压和储能等结构性方向。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能集成业务进入爆发期）、固德威（组串逆变器高增长，储能电池和集成明年有望爆发）、晶澳科技（一体化组件龙头、2022 年利润弹性可期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利拐点、消费类电池稳健）、晶科能源（一体化组件龙头、topcon 明显领先）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜涂敷龙头）、比亚迪（电动车销量和盈利超预期、刀片电池外供加速）、德业股份（并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长）、天合光能（210 组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发）、汇川技术（通用自动化开始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破）、锦浪科技（组串式逆变器龙头持续高增、储能逆变器爆发式增长）、禾迈股份（微逆龙头出货有望连续翻番、欧洲&美国等出货超预期）、科达利（结构件全球龙头、结构创新受益）、科士达（UPS 全球龙头、户储 ODM 绑定大客户起量弹性大）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待）、昱能科技（微逆龙头有望连续翻番、代工模式弹性大超预期）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定）、星源材质（隔膜龙二、量利双升）、派能科技（户储电池龙头翻番以上增长、盈利能力超预期）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、大局布局组件）、钧达股份（Topcon 电池龙头、扩产上量）、福斯特（EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量）、三花智控（热管理全球龙头、布局机器人业务）、宏发股份（继电器全球龙头、高压直流翻倍增长）、新宙邦（电解液&氟化工齐头并进）、华友钴业（镍钴龙头、前驱体龙头）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、德方纳米（铁锂需求超市市场预期、锰铁锂技术领先）、中伟股份（前驱体龙头、镍冶炼布局）、天奈科技（碳纳米管导电剂龙头，进入上量阶段）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，龙头主业纯粹）、大金重工（自有优质码头，双海战略稳步推进）、日月股份（铸件龙头盈利修复弹性大）、金雷股份（陆上需求旺盛，锻造主轴龙头量利齐升）、平高电气、当升科技、许继电气、尚太科技、TCL 中环、爱旭股份、天顺风能、思源电气、国电南

瑞、福莱特、中信博、振华新材、雷赛智能、美畅股份、上机数控、三一重能、新强联、贝特瑞、禾川科技、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、雷赛智能、金风科技。建议关注：华电重工、昇辉科技、盛弘股份、聚和材料、亿晶光电、通合科技、帕瓦股份、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、元琛科技、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

建筑装饰行业跟踪周报：基础设施 REITs 政策持续出台，继续看好建筑央企和国际工程板块

投资要点 本周（2023.3.18-2023.3.24，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-2.16%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.72%、1.84%，超额收益分别为-3.88%、-4.00%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）六部门联合开展绿色建材下乡活动：此次绿色建材活动在 2022 年已批复第一批试点地区的基础上，根据不同区域发展需求和实际，再选择第二批 5 个左右试点地区开展活动。试点地区召开活动启动会后，要下沉市、区（县）、乡（镇）、村，通过举办公益宣讲、专场、巡展等不同类型的线上线下活动，加快节能低碳、安全性好、性价比高的绿色建材推广应用。有条件的地区应对绿色建材消费予以适当补贴或贷款贴息。（2）国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知：36 号文是继 2021 年 7 月的 958 号文和 2022 年 7 月的 617 号文等政策出台后 REITs 项目申报推荐工作制度体系的进一步完善，有利于提升基础设施领域不动产投资信托基金项目申报推荐的质量和效率，利好市场扩容。周观点：建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议从以下几个方向关注建筑板块的投资机会：（1）新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好建筑央企估值持续修复机会：2022 年四季度以来建筑业 PMI 和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。23 年 2 月建筑业景气水平升至高位景气区间，业务活动预期指数为 65.8%，连续三个月位于高位景气区间。行业景气度持续回暖且保持高位，结合基建开复工加快回暖，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企持续提升经营效率，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。（2）“一带一路”方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化，海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块，个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，

有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等；硅料价格回落带动光伏产业链价格下行，利好地面项目需求，建筑光伏市场有望持续受益，建议关注布局光伏 EPC 和运营业务的标的，精工钢构、森特股份等。（4）建工检测板块：检测行业是长坡厚雪的好赛道，建工建材检测市场规模超千亿，2015-2021 年建工建材市场复合增速超过 12%，龙头企业市场份额仍然较低，内生外延成长空间大；近日住建部发布《建设工程质量检测管理办法》（住建部 57 号令），新规自 2023 年 3 月 1 日起施行，新规在规范建设工程质量检测活动、完善建设工程质量检测责任体系、加强政府监督管理等方向进行了进一步加强，我们认为有利于行业行为规范和竞争环境优化，龙头企业有望受益，推荐垒知集团、建科股份，建议关注国检集团。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

光伏 2023 年 2-3 月专题报告：国内海外需求两开花，板块估值低成长性强！【勘误版】

u 硅料供给增加带来新一轮降价，下游排产上调积极。2023Q1 部分光伏项目启动和春节备货拉动硅料需求，春节后硅料价格急速反弹，随着国内硅料企业新增产能释放，硅料供给增加趋势明确，开启新一轮降价，我们预计 2023Q1 均价 20 万元，2023H1 有望降至 15 万元左右，持续带动需求释放；硅片由于海外高纯砂供应瓶颈，实际产出受限，中环最新报价维稳，隆基略升，150 μ m M10 硅片分别报价 6.22、6.50 元/片，硅片端议价能力超市场预期，具备高纯石英砂保供渠道的龙头成本优势显现，行业盈利差距或将拉大；组件由于期货属性利润向好，组件最新报价略降至 1.7 元/W，对应电站收益率提升到 7-10%，国内地面电站陆续开工启动，叠加海外需求向好，组件排产持续上调，组件龙头 2 月排产环增 10%+，3 月排产上升 10-20%，较先前计划上调明显。展望 2023Q1 我们预计组件 CR4 出货 46-51GW，同增 70%+，将充分享受产业链降价带来的盈利弹性！u 国内海外两开花，我们预计 2023 年全球装机达 370-380GW。组件价格降至 1.7 元/W 左右，推动地面光伏需求起量，国内 2023 年 1-2 月光伏新增装机 20.37GW，同增 88%。海外利好政策频出，美国 UFLPA 逐步放松，清关速度加快，23 年 1 月组件进口 4.25GW，同环增 65%/6%，woodmac 指出 23 年一线组件厂的东南亚产能已全部订满，需求持续向好；欧委会拟加快清洁能源项目审批流程、改善融资渠道，目标 2030 年拥有 $\geq 40\%$ 的本土清洁能源产能，并要求到 2028 年所有新建筑、到 2032 年所有翻新住宅建筑安装太阳能屋顶；德国 VDE 拟简化阳台光伏系统规则，印度 ALMM 放宽两年，海外需求持续超预期。2023 年 1-2 月硅片电池组件出口 43.7GW，同增 24%，逆变器出口金额 19.5 亿美元，同增 131%，逆变器出口超预期！随着硅料产能持续释放，国内地面需求开始启动，海外利好政策推动出口高增，我们预计 2023 年光伏装机需求保持 45%+增长至 370-380GW，继续看好光储板块成长性提升！u 光伏板块 2022 年业绩普遍符合预期，各公司积极布局预备光伏成长新纪元。爱旭、钧达发布年报，天合、晶科能源、德业、固德威等发布业绩快报：2022 年业绩普遍符合市场预期；隆基、通威、晶澳扩张多环节产能，推进一体化进程，巩固行业龙头地位；天合、东方日升、钧达、德业、亿晶增资扩产，进一步完善业务布局；特变、TCL 中环、海优投产新项目，助力盈利增长。2023 年光伏需求高增确定性高，各

公司积极扩产预备光伏成长新纪元。u 投资建议：光伏平价新周期，2023 年高增长确定，储能配套加速，强烈推荐：储能加持成长亮眼的逆变器（阳光电源、固德威、德业股份、锦浪科技、禾迈股份、科士达、昱能科技，关注盛弘股份），组件（隆基绿能、晶澳科技、天合光能、晶科能源、通威股份，关注阿特斯、东方日升、横店东磁、亿晶光电），看好 topcon 等电池新技术龙头（晶科能源、钧达股份、爱旭股份），和格局稳定的硅片、胶膜、玻璃和部分辅材龙头（TCL 中环、福斯特、海优新材、福莱特、美畅股份，关注聚和材料、宇邦新材、通灵股份、快可电子）。u 风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红）

机械设备行业跟踪周报：推荐估值在历史底部的光伏设备板块；建议关注估值修复的国企机械公司

1.推荐组合：三一重工、恒立液压、晶盛机电、先导智能、迈为股份、华测检测、拓荆科技、杰瑞股份、柏楚电子、长川科技、奥特维、富创精密、杭可科技、芯源微、绿的谐波、奥普特、金博股份、海天精工、高测股份、新莱应材、至纯科技、利元亨、联赢激光、纽威数控、道森股份。 2.投资要点： 光伏设备：看好光伏各环节龙头设备商，下游需求饱满保障业绩高增&估值处于低位 从光伏产业链各环节来看，下游需求饱满使得硅片/电池片/组件厂持续扩产&技术迭代持续带来先进产能需求：硅片环节我们预计 2023-2024 年年均扩产约 120-150GW，硅料价格下跌增强技术降本非硅成本动力，单晶炉先进产能竞争力增强，同时 N 型化发展对切片先进产能要求提升；电池片环节随着硅料价格下降叠加新技术拐点来临，各厂商积极扩产先进产能，我们预计 2022 年扩产 200GW 左右，2023 年扩产约 250-300GW；组件环节随着硅料价格下跌刺激需求释放、组件盈利修复，同时 SMBB、0BB 等技术迭代持续，组件厂扩产动力强，我们预计组件新增产能（纯新增扩产需求，不含替换需求）2022 年 40+亿元，2023 年 60 亿元。 受益于下游高景气，各环节龙头设备商订单充沛保障业绩高增，2023-2024 年估值分别约 20+/10+倍，处于低位，硅片环节推荐单晶炉龙头晶盛机电、切片代工龙头高测股份，电池片环节推荐 HJT 整线设备龙头迈为股份，组件环节推荐串焊机龙头奥特维。 国企改革：机械板块央企估值偏低，关注国企改革背景下盈利修复和估值上行。 由于央企盈利水平及市场活力低于民企，2015 年以来机械板块央企估值整体弱于民营企业。截至 2023 年 3 月 21 日，央企/国企/民企 PE(TTM) 分别为 21/23/36x，PB 估值分别为 2/3/5x，央企估值显著低于民企，半数以上央企当前估值处于历史估值均值以下，提升空间大。2023 年新一轮国企改革新增对 ROE 和现金流考核指标，重点关注央企盈利质量与现金流安全。本轮改革有望带动央企盈利能力上行、现金流能力提升，带动估值修复。建议关注【铁建重工】【建设机械】【中钨高新】【恒润股份】等新一轮国企改革下预期改善、价值重估的国央企机械标的。 半导体设备：大基金减持利空落地，回调机会建议布局。 3 月 15/16 日，万业企业、长川科技相继公告大基金拟减持其所持有的部分股份，受此影响，半导体设备板块出现了一定调整，大基金减持属于市场化行为，我们预计大基金减持套现的资金后续依然会投向半导体（一二级）行业，大基金减持短期情绪冲击有望快速释放，基于对招标订单等基本面以及政策等判断，我们对整个板块依然偏多，回调建议重点关注。重点推荐精测电子、赛腾股份、长川科技、拓荆科技、芯源微、北方华创、至纯科技、华海清科、中微公司、万业企业、华峰测控、盛美上海。 通用

自动化：行业需求复苏在即，板块性回调建议积极布局 宏观数据：2023 年 2 月 PMI 指数为 52.6%；2 月人民币贷款新增 1.81 万亿元，社融新增 3.16 万亿元，均超市场预期。订单方面：尽管受 2022 年高基数&2023 年春节放假时间较长影响，2023 年 1-2 月行业订单同比增速仍整体实现正增长，主要头部企业自元宵节后经营状况持续好转，我们预计有望于二季度观测到明显的订单数据改善。海天精工年报超市场预期，看好新能源&海外加速扩张。1) 盈利能力大幅提升：2022 年毛利率 27.3%，同比+1.6pct；其中 Q4 毛利率 32%，创历史新高，主要系：①立加和龙门毛利率提升明显；②高毛利率的海外业务收入占比提升。2) 订单持续环比改善：公司月度订单自年初以来持续改善，3 月预计订单量环比提升 10-20%。我们预计随着公司在新能源和海外业务拓展加速，订单有望持续快速增长。重点推荐：一体化压铸推荐伊之密；机床推荐海天精工、纽威数控、科德数控、国盛智科、创世纪；通用减速机推荐国茂股份；刀具推荐欧科亿、华锐精密；工业机器人推荐绿的谐波、埃斯顿；FA 自动化推荐怡合达。 泛半导体设备零部件：国产替代正当时，板块回调具备配置吸引力。 受益泛半导体零部件国产替代加速，2022 年富创精密净利润同比增长 90%，新莱应材净利润同比增长 106%，汉钟精机净利润同比增长 33%。长期看，泛半导体零部件国产化进程整体滞后于设备，其中半导体核心零部件国产化率不足 10%，成长天花板足够高，板块回调具备配置吸引力。短期看，2023 年二季度或下半年行业需求有望复苏，下一轮周期启动有望重现 2022 年半导体零部件供不应求局面，产能优势下国产泛半导体零部件公司深度受益。推荐富创精密、新莱应材、汉钟精机、正帆科技、华亚智能，建议关注英杰电气。 工程机械：CME 预计 3 月挖机行业销量 25000 台，同比下降 33%。 CME 预估 2023 年 3 月挖掘机（含出口）销量 25000 台左右，同比下降 33%。其中国内市场销量 15000 台，同比下降 44%，出口市场预估销量 10000 台，同比下滑 5%。受下游项目资金面紧张，开工小时复苏放缓影响，3 月工程机械内销下滑幅度仍较大。出口方面，主要龙头实际情况或好于协会预计，全年出口仍维持高速增长的判断。目前工程机械开工保持较高水平，随着 4 月开始行业销量走向低基数，预计全年行业增速前低后高，工程机械全球制造优势下，对于海外份额提升保持乐观。推荐全球工程机械龙头【三一重工】，国企改革估值弹性【徐工机械】，挖机及高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】。 风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连 证券分析师：罗悦 研究助理：刘晓旭）

医药生物行业跟踪周报：中药创新高涨，CRO 受益、重点推荐百诚医药等

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-0.15%、0.62%，相对沪指的超额收益分别为-0.61%、-5.09%；本周医疗服务、器械及原料药等股价涨幅较大，中药、商业及化药等股价跌幅较大；本周涨幅居前泓博医药（+24.58%）、南华生物（+17.86%）、安必平（+17.64%），跌幅居前昆药集团（-15.06%）、葵花药业（-13.56%）、荣昌生物（-13.15%）。涨跌表现特点：医药板块小市值个股相对于大市值个股跌幅更加明显；中药板块受到国家集采政策影响，跌幅明显；医疗服务前期调整较多，本周股价涨幅大。 国家长期支持中药创新，中药 CRO 大有可为：国家长期支持中药创新药，由于中药组分复杂因素，标准化研发难度大，外包诉求强，中药 CRO 需求大，其中推荐

百诚医药。我们认为百诚医药是中药 CRO 黑马，公司依托中药及天然药物研发平台开展中药 CRO 业务，涉及药学研究、药理毒理、临床、中药二次开发等，逐步形成一体化优势。未来中药 CRO 将成为公司又一业绩增长动力。我们看好公司未来在中药 CRO 领域的竞争力。 众生睿创生物申报的 1 类创新药来瑞特韦片（商品名称：乐睿灵）上市；阿斯利康宣布康可期®获 NMPA 附条件批准上市；海创药业创新药德恩鲁胺的新药上市申请已 NMPA 受理；众生睿创生物申报的 1 类创新药来瑞特韦片（商品名称：乐睿灵）上市，用于治疗轻中度新型冠状病毒感染（COVID-19）的成年患者；康可期®（英文商品名：CALQUENCE®，通用名：阿可替尼胶囊）已获得中国国家药品监督管理局的附条件批准上市，用于既往至少接受过一种治疗的成人套细胞淋巴瘤（MCL）患者。可替尼是阿斯利康在中国获批的首款血液肿瘤治疗药物，标志着阿斯利康在中国正式进军血液肿瘤治疗领域；德恩鲁胺（HC-1119 软胶囊）的新药上市申请已获国家药品监督管理局（NMPA）受理。该新药拟用于经醋酸阿比特龙或多西他赛治疗失败，不可耐受或不适合多西他赛治疗的转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）患者。 具体配置思路：1）创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽景制药-U 等；2）中药领域：佐力药业、方盛制药、太极集团、康缘药业等；3）耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4）低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；5）科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；6）眼科服务：华厦眼科、爱尔眼科、普瑞眼科等；7）其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8）医美领域：爱美客、华东医药等；9）其它消费：三诺生物、我武生物等；10）血制品领域：博雅生物等。 风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等。

（证券分析师：朱国广）

石油石化行业跟踪周报：原油周报：美联储加息预期降温，国际油价反弹上涨

投资要点 【油价回顾】本周投资者处于对经济衰退担忧的悲观情绪与对中国原油需求的乐观情绪中反复切换中，叠加美联储加息预期降温，美元走弱支撑油价，国际油价反弹上涨。周前期，虽投资者对经济存下行趋势的担忧仍在，但有沙特和俄罗斯商议如何加强市场稳定的消息面支撑，市场心态得到安抚，叠加对美联储加息预期降温，美元走低助力油价攀升，国际油价反弹。周后期，市场对经济衰退的担忧有所缓和，美联储如期加息 25 个基点并暗示将暂停进一步加息，OPEC+重申坚持减产，叠加俄罗斯延长减产计划，中国需求依旧向好，国际油价持续上涨。截至 3 月 22 日当周，WTI 原油价格为 70.90 美元/桶，较 3 月 15 日上涨 4.87%，较 2 月均价下跌 7.72%，较年初价格下跌 7.84%；布伦特原油价格为 76.69 美元/桶，较 3 月 15 日上涨 4.07%，较 2 月均价下跌 8.20%，较年初价格下跌 6.59%。 【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端：增长。今年上半年国内经济恢复但海外经济衰退，下半年国内外经济都进一步恢复，需求端呈现前低后高的格局。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。另外，通过复盘 1970 年代和 1980 年代两次石油危机叠加美联储加息

导致经济衰退背景下的油价表现,我们认为,2023年即便发生经济衰退,但由于美联储为了复苏经济将加息趋缓甚至采取降息措施、沙特主导的 OPEC+通过控制产量支撑油价、非 OPEC 无法大规模增产,油价出现大幅暴跌可能性较小,油价或将持续高位运行。 【原油价格板块】截止至 2023 年 03 月 24 日当周,布伦特原油期货结算价为 74.99 美元/桶,较上周上升 2.02 美元/桶(环比+2.77%); WTI 原油期货结算价为 69.26 美元/桶,较上周上升 2.52 美元/桶(环比+3.78%); 俄罗斯 Urals 原油现货价为 47.06 美元/桶,较上周上升 1.06 美元/桶(环比+2.30%); 俄罗斯 ESPO 原油现货价为 64.40 美元/桶,较上周上升 0.43 美元/桶(环比+0.67%)。 【美国原油板块】1) 供给端。产量板块:截止至 2023 年 03 月 17 日当周,美国原油产量为 1230 万桶/天,较之前一周增加 10 万桶/天。钻机板块:截止至 2023 年 03 月 24 日当周,美国活跃钻机数量为 593 台,较上周增加 4 台。压裂板块:截止至 2023 年 03 月 24 日当周,美国压裂车队数量为 290 部,与上周持平。2) 需求端。截止至 2023 年 03 月 17 日当周,美国炼厂原油加工量为 1537.6 万桶/天,较之前一周减少 2.2 万桶/天,美国炼厂原油开工率为 88.60%,较之前一周上升 0.4pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 03 月 17 日当周,美国原油总库存为 8.53 亿桶,较之前一周增加 111.7 万桶(环比+0.13%); 商业原油库存为 4.81 亿桶,较之前一周增加 111.7 万桶(环比+0.23%); 战略原油库存为 3.72 亿桶,与之前一周持平; 库欣地区原油库存为 3684.9 万桶,较之前一周减少 106.3 万桶(环比-2.80%)。4) 成品油库存。截止至 2023 年 03 月 17 日当周,美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 22959.8、1423.7、11640.2、3684.0 万桶,较之前一周分别-639.9(环比-2.71%)、-177.4(环比-11.08%)、-331.3(环比-2.77%)、+12.9(环比+0.35%)万桶。 【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)、石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ) 【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑,导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁,伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

非银金融行业跟踪周报: 怎么看 AI 在金融的应用

投资要点 AI 已经成为市场最重要的主题方向。近期 GPT 和 AI 的创新和应用层出不穷,与此相关的上市公司涨幅显著。这让我们不得不想起 2013 年风靡一时的互联网金融。回过头来看,的确会有一些优秀的公司抓住了产业趋势,并获得了持续的成长。从产业趋势角度来说,AI 会显著赋能金融业务,尤其是零售业务。在很多的应用领域,AI 的效率和服务品质要优于人工,比如投资咨询类、财富管理类的机器人应答服务。现有主流公司的 AI 产品我们做了系统梳理(包括东方财富、同花顺、财富趋势等,如有需要欢迎联系)。现在的 AI 基本上体现为科普性知识的应答、即时性信息的搜索以及历史性资料 and 市场的总结。在自主性逻辑判断和自我意识迭代方面,可能需要期待未来的技术演进了。 **投资建议:** 需要说明的是相关公司 AI 技术的部

署和应用的时间周期都很长，未来看，相应技术和产品仍会持续演进，并赋能相关业务。因此总结而言，AI 是一个重要的长期慢变量，短期对业务和财务的影响有限。综合来看，考虑估值性价比和主题相关性，AI 方向下，我们建议关注【东方财富】、【同花顺】、【指南针】和【财富趋势】。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。

流动性及行业高频数据监测：
高频数据监测 本周 上周环比 2022 同期比
中国内地日均股基成交额（亿元） 11,104 11.57%
-10.92% 中国香港日均股票成交额（亿港元）
921 -11.02% -13.66% 两融余额（亿元）
16007 0.95% -5.03% 基金申购赎回比
0.95 0.95 1.15 开户平均变化率
18.08% 5.40% 15.11% 数据来源：
Wind, Choice, 东吴证券研究所 注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额 2022 同期比为 2023 年初至今日均相较 2022 年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022 年同期比分别为上周与 2022 年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：逸盛石化回购 PTA 拉高价格，聚酯盈利短期承压

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 03 月 24 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：荣盛石化（环比+2.92%）、恒逸石化（环比+1.85%）、新凤鸣（环比-1.19%）、东方盛虹（环比-1.39%）、恒力石化（环比-2.40%）、桐昆股份（环比-2.87%）。近一月涨跌幅为恒逸石化（环比-6.67%）、恒力石化（环比-12.81%）、荣盛石化（环比-13.44%）、东方盛虹（环比-15.85%）、新凤鸣（环比-16.78%）、桐昆股份（环比-16.89%）。【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2983.66 元/吨，环比增加 114.61 元/吨（环比+3.99%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1506.56 元/吨，环比减少 18.45 元/吨（环比-1.21%），本周布伦特原油周均价为 74.90 美元/桶，环比减少 2.41 美元/桶（环比-3.11%）。【聚酯板块】本周聚酯板块整体走强。板块中较上游的 PX 和 MEG 不同程度的出现了开工率下降，奠定了聚酯板块的价格上行基调，同时逸盛石化回购 PTA 导致其价格飙升。板块中较下游的涤纶短纤和聚酯瓶片受成本端走强影响，价格出现大幅上涨。涤纶长丝市场下游需求不佳，价格出现下跌。

【炼油板块】本周原油价格继续下跌，尽管汽油、柴油需求复苏良好，但成品油零售限价下调落实影响更盛，本周成品油市场偏空指向。国内市场：本周国内汽油、柴油、航煤周均价分别为 8890.57（环比-131.86）、7920.14（环比-154.57）、7486.86（环比-75.57）元/吨，折合 176.65（环比-1.39）、157.36（环比-1.97）、148.75（环比-0.48）美元/桶。国内汽油、柴油、航煤与原油价差分别为 5136.41（环比+15.88）、4165.98（环比-6.83）、3732.69（环比+72.17）元/吨，折合 101.75（环比+1.01）、82.47（环比+0.43）、73.86（环比+1.93）美元/桶。受汇率波动影响，国内成品油价差变化与以美元计单桶成品油价差出现了相反的变化趋势。【化工板块】本周化工板块价格走势平稳。原油价格继续下跌，成本面支撑一般；下游开工情况总体不错，需求面支撑尚可。本周聚乙烯价格平稳。EVA 价格震荡整理。纯苯及苯乙烯价格走高。PC 和 MMA 市场偏弱整理。聚丙烯市场走高。丙烯腈价格小

幅降低。风险提示：1) 大炼化装置投产，达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶)

推荐个股及其他点评

绿城服务 (02869.HK): 2022 年年报点评: 多因素致利润率承压, 核心业务稳健增长

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 148.6 亿元, 同比增长 18.2%; 归母净利润 5.48 亿元, 同比下降 35.3%, 业绩不及我们预期。内外因素导致业绩承压, 高派息率回报股东。2022 年公司营收同比增长 18.2%而归母净利润同比下降 35.3%的主要原因: (1) 公司基于审慎考虑, 2022 年应收账款及其他应收账款减值准备达 1.42 亿元, 同比增加 0.52 亿元; (2) 金融资产减值增加导致 2022 年其他经营开支同比增长 226.7%至 1.2 亿元; (3) 受房地产行业环境下行和新冠疫情反复影响, 公司收入增幅下降的同时成本上涨。2022 年公司实现归母净利润 5.5 亿元, 归母净利率 3.7%同比下降 3.0pct。2022 年派息 0.1 港元/股, 派息率高达 52%。规模稳健增长, 品质口碑领跑行业。公司秉持“立足长三角、深耕京津冀、大力拓展大湾区”的发展战略, 积极拓展管理规模。2022 年新拓面积 1.2 亿方, 年度饱和营收 0.46 亿元。截至 2022 年末, 公司在管面积达 3.8 亿方, 同比增长 26.3%, 其中住宅面积占比提升至 80.9%; 储备面积达 3.8 亿方, 同比增长 9.0%; 储备在管比由 2021 年的 1.14 降至 2022 年的 0.99。公司品质口碑行业领跑, 连续 13 年获得中国物业服务百强满意度领先企业第一、中国城市物业服务满意度研究 10 城第一。核心业务经营稳中有进, 预计未来毛利率触底回升。按细分业务看: 2022 年物业服务收入同比增长 21.6%, 毛利率 12.1%同比下降 0.4pct; 园区服务收入同比增长 9.1%, 毛利率 20.8%同比下降 4.9pct; 咨询服务收入同比增长 5.4%, 毛利率 22.7%同比下降 7.3pct; 科技服务收入增长 121.6%, 毛利率 40.9%同比下降 1.9pct。我们预计随着国内疫情结束经济恢复增长以及公司提升经营效益降低成本, 未来公司毛利率有望触底回升。盈利预测与投资评级: 绿城服务作为龙头物业公司, 规模增长稳健, 品质口碑多年领跑行业, 外拓优势显著。受内外因素影响 2022 年业绩承压, 我们认为随着疫情结束叠加内部降本增效, 公司有望在未来轻装上阵迎来利润率触底回升。基于公司年报最新业绩情况, 我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 6.87/8.30 亿元 (前值为 9.60/11.23 亿元), 预测 2025 年利润为 9.63 亿元, 对应的 EPS 为 0.21 元/0.26 元/0.30 元, 对应 PE 分别为 20.7X/17.1X/14.8X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 利润率修复不及预期; 疫情反复影响超预期。

(证券分析师: 房诚琦 证券分析师: 肖畅 研究助理: 白学松)

安踏体育 (02020.HK): 2022 年业绩点评: 业绩略超预期, 23 年复苏确定性加强

投资要点 公司公布 2022 年业绩: 2022 年收入 536.5 亿元/yoy+8.8%, 归母净利 75.9 亿元/yoy-1.7%, 略超预期。收入端保持增长, 净利略有下滑主因毛利率同比-1.4pct 至 60.2%, 其中安踏品牌/FILA 毛利率分别同比+1.4pct/-4.1pct 至 53.6%/66.4%, 安踏品牌毛利率受益于 DTC

占比提升、FILA 则受到打折加深拖累。安踏品牌：DTC 增厚收入和毛利，稳老拓新品牌提升。22 年安踏主品牌收入 277 亿元/yoy+15.5%/占比 51.7%。1) DTC 拉动收入增长：22 年在疫情扰动下主品牌收入实现双位数增长、高于流水的低单位数，主要得益于 DTC 转型增厚报表营收，22 年 DTC/电商/批发收入分别同比 +60.0%/+17.7%/-39.8%、收入分别占主品牌的 49%/35%/16%。2) 保持净开店：截至 22 年末主品牌门店 9603 家，同比净增 200 家。3) 经营数据承压：22 年主品牌流水同比增低单位数、折扣 6+折、库销比 6+，各指标有所受损，近期流水表现超出公司预期、库销比降至 4.5-5、预计折扣随库存进一步消化亦将有所回升。4) 23 年复苏确定性较强：随消费场景放开，主品牌在“稳老拓新、渠道破圈、品牌提升”战略指导下有望保持稳健增长，23 年集团对主品牌收入增长目标为双位数、利润增速目标高于收入。FILA：收入略降、利润率、库存承压，聚焦高质量发展。1) 整体收入略有下滑，但鞋和专业产品占比提升：22 年 FILA 收入 215 亿元/yoy-1.4%/占比 40.1%，由于门店主要分布在一二线城市，销售受疫情影响较大，但结构上顺利推进鞋和专业运动商品占比提升，鞋流水同比+10%以上、成人+儿童专业运动服装流水占比超 30%。2) 门店调整，追求质量：截至 22 年末门店 1984 家/同比净-70 家，疫情期间关停低效门店，聚焦店效增长，23 年底店数目标 1900-2000 家。3) 利润率、库存承压，库存持续改善中：22 年 FILA 终端经营受疫情影响较大，下半年通过控制备货和加大折扣进行库存去化，导致全年毛利率同比-4.1pct 至 66.4%；23 年 3 月 FILA 库销比降至 4.5-5 倍之间、回到可控水平。4) 23 年有望反弹，维持 2025 年 400-500 亿元流水目标：FILA 品牌坚持高质高效健康增长原则，23 年收入目标为双位数以上增长、中长期维持 2025 年 400-500 亿元流水目标不变。其他品牌：强化高端差异化定位，保持强劲增长。22 年其他品牌收入 44 亿元/yoy+26.1%/占比 8.2%，毛利率/经营利润率分别同比+0.8pct/+2.2pct 至 71.8%/20.6%。1) 迪桑特：滑雪心智打造取得成效，22 年专业滑雪服流水增长 60%+，截至 22 年末 191 家门店/净增 9 家、其中 19 家门店店效超 3000 万元/年，平均店效 120 万元/月以上、较 19 年翻一倍。公司计划到 23 年底迪桑特门店数 185-195 家、同比-3%~+2%，比起开店更注重品牌形象的强化与店效提升。2) 可隆：基于户外品牌 DNA、丰富产品结构，22 年受益户外露营热逆势大增，为 22 年集团收入增速最高品牌。截至 22 年末 161 家门店/净增 9 家，平均店效近 60 万元，23 年底预计门店 175-185 家、同比+8.7%~14.9%。围绕户外生活方式品牌定位，有望从聚焦华北、东北的区域品牌逐步发展成全国性品牌。盈利预测与投资评级：公司为国内多品牌运动服饰龙头，22 年在主品牌 DTC+迪桑特+可隆增长带动下收入实现正增长、利润受 FILA 利润率下降影响略有下滑，亚玛芬首次贡献正利润 2800 万元，总体略好于此预期。展望 23 年，随外部环境复苏确定性加大，公司对各品牌增长充满信心，其中安踏主品牌与 FILA 有望实现双位数增长、FILA 有望快于安踏品牌，迪桑特和可隆有望保持 20%-25%增长，亚玛芬贡献利润有望进一步提升。考虑 22 年业绩略超预期以及管理层对 23 年复苏的信心，我们将 23-24 年归母净利润从 93.75/112.69 亿元略上调为 95.48/112.52 亿元，增加 23 年预测值 131.69 亿元，对应 23-25 年 PE 分别为 32/27/23X，看好公司多品牌运营战略下长期可持续稳健增长，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，终端消费恢复不及预期，库存消化不及预期。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

时代天使 (06699.HK)：2022 年报点评：疫情下业绩短期承压，看好

全年恢复性增长，海外及儿童矫正业务值得期待

投资要点 事件：2022 年，公司实现营业总收入 12.70 亿元，同比下滑 0.2%；归母净利润 2.14 亿，同比下滑 25.2%；经调整净利润 2.32 亿，同比下降 33.1%。收入和归母净利润符合预期。收入与归母净利润符合预期。受 2022 年疫情影响，公司无锡工厂顶住封控压力，实现矫治器零逾期交付，2022 年全年案例数达成 18.39 万例，与去年同比持平，仍保持国内市场领先份额。公司前瞻性布局下沉市场，三四线市场案例数同比提升。此外，公司联合变形金刚与小马宝莉发展儿童矫正，2022 年儿童版产品实现较快增长。毛利率受产品降价及成本上升影响有所下降，费用率控制良好。2022 年公司毛利率 61.9%（-3.1pct），主要是 1）产品综合 ASP 下降；2）矫治器设计单位成本提升。公司销售费用率 23.4%（+4.9pct），公司管理费用率 14.5%（+0.2pct），费用率控制良好。坚持本土化深耕与海外市场拓展，未来业绩有望加速发展。2022 年陕西省际联盟正畸耗材集采，时代天使需求量位列第一，三款产品青少年版（12600 元，对应申报价降幅 30%）、COMFOS（6300 元，对应申报价降幅 30%），标准版（9200 元，对应申报价降幅 23.33%）中标，有望加速公司在各城市层级对隐形矫治的普及。海外市场方面，公司收购巴西领先的正畸制造商 Aditek51%总股本，加速海外业务发展。盈利预测与投资评级：短期疫情承压，看好今年恢复性增长及儿童矫正、海外市场带来的业绩弹性，我们将 2023-2024 年公司归母由 2.53/3.09 亿调整为 2.67/3.26 亿元，预计 2025 年为 3.91 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 62/51/42 倍。维持“买入”评级。风险提示：疫情反复风险、行业竞争加剧风险。

（证券分析师：朱国广）

奥特维（688516）：中标隆基硅片-电池片-组件项目，扩产持续高景气 & 估值位于历史最底部

事件：公司中标隆基硅片分选机项目、电池项目、组件项目，合计约 4.3 亿元人民币。 **投资要点** 获隆基硅片-电池片-组件设备订单，平台化布局获头部客户认可：奥特维已实现光伏领域的硅片（单晶炉、硅片分选机）、电池片（丝印整线）、组件（串焊机）各环节布局，我们判断公司此次中标隆基鄂尔多斯 30GW 的 TOPCon 项目，产品分别为硅片分选机-光注入退火炉-SMBB 串焊机。（1）硅片分选机：属于检测设备，客户更换频率不高，每年市场空间约 5 亿元，一般奥特维对应市场空间约 3 亿元，设备毛利率稳定在 35%左右。（2）光注入退火炉：只适用于 N 型电池片，奥特维采用 LED 光注入路线，单 GW 投资额约为 600 万元，有望受益于 N 型渗透率提升。（3）串焊机：SMBB 渗透率快速提升，2022 年初行业试用 SMBB，仅一年时间实现了快速放量，目前奥特维出货均为 SMBB 串焊机。受益于 OBB 等技术迭代加速&组件厂扩产，公司订单增长动力强劲：（1）OBB 技术迭代：OBB 优势明显，良率高（利用 UV 灯照射取代传统焊接，良率有望达到 99%）、省银浆（HJT 节约 35%，TOPCon 节约 25%）、提功率（提升幅度约 0.7-1%），设备单 GW 价值量约 3000 万元，目前东方日升布局 OBB 时间最久、进展最快，我们预计 2023 年下半年行业有望实现量产，奥特维 2022 年已经在客户端验证了 OBB 串焊机（HJT 和 TOPCon 均有），未来有望优先受益于 OBB 量产订单落地。（2）组件扩产：2023 年硅料价格下跌刺激下游需求释放，叠加组件厂盈利修复，组件厂扩产动力强，我们预计奥特维 2023 年新签订单有望达 100 亿元，超此前预期 90 亿元。拟发行可转债募资 11.4 亿元，深化平台型布局：（1）光伏：a.硅片：子公司松瓷机电 2022 年以来单晶炉新签订单已

超 10 亿元；b.电池片：子公司旭睿科技获润阳 1.3 亿丝印整线设备订单，LPCVD（母公司承担）正在研发中；c.组件：主业串焊机龙头市占率 70%+。（2）半导体：围绕封测端，包括铝线&金铜线键合机、装片机、倒装封装等设备布局，已获中芯绍兴、通富微电、德力芯铝线键合机批量订单。（3）锂电：目前主要产品为模组 pack 线，叠片机研发中。盈利预测与投资评级：随着组件设备持续景气+新领域拓展顺利，我们维持公司 2022-2024 年的归母净利润预测 7/10/14 亿元，对应 PE 为 38/26/19 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 研究助理：刘晓旭）

中国石化（600028）：盈利能力稳健，百亿定增发展清洁能源+新材料

投资要点 事件：1）中国石化发布 2022 年年度报告。根据年报，2022 年公司实现营业收入 33181.68 亿元，同比+21.1%；归母净利润 663.02 亿元，同比-6.9%；扣非归母净利润 571.82 亿元，同比-20.8%。2022Q4，公司实现营收 8648.46 亿元，同比+17.0%，环比+9.0%；归母净利润 96.42 亿元，同比-13.8%，环比-26.6%。2）公司发布《2022 年年度末期 A 股利润分配方案公告》，2022 年年度末期 A 股每股派发现金股利人民币 0.195 元（含税），本次利润分配以股权登记日 2023 年 6 月 20 日（星期二）当日登记的总股本为基数。3）公司披露《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》和《2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告》。油价高企叠加需求疲弱，板块盈利出现分化：2022 年，一方面，国际油价先扬后抑，宽幅震荡，全年均值同比大幅增长 39.6%至 99 美元/桶；另一方面，全球经济增长放缓，受疫情影响，国内石油石化产品需求疲弱。基于以上市场环境，2022 年公司勘探及开发、炼油、化工、营销及分销四大板块的毛利率分别为 24.4%、1.7%、1.2%、5.4%，同比分别+11.5pct、-4.3pct、-5.7pct、-1.0pct。1）勘探及开发板块，增储稳油增气降本成果显著。2022 年公司境内油、气储量替代率分别达 192%和 131%，原油产量基本稳定在 281 百万桶，天然气产量同比+4.1%至 12487.5 亿立方英尺，油气现金操作成本同比下降 0.8 美元/桶油当量至 16.2 美元/桶油当量；2）炼油板块，紧贴市场需求，灵活调整加工负荷、产品结构和成品油出口。2022 年公司原油加工量为 242.3 百万吨，同比-5.1%；柴汽比提升 0.15 至 1.07；受成品油定价机制影响，高油价下国内汽柴油加工毛利下降，叠加进口原油采购价差以及海外运保费同比大幅上涨影响，2022 年公司炼油毛利 344 元/吨，同比-188 元/吨；3）化工板块，受化工产品需求下降、原料价格上涨等不利因素影响，2022 年公司化工板块出现经营亏损。4）营销及分销板块，充分发挥一体化和网络优势，板块毛利保持稳定。此外，2022 年，因部分产品市场价格波动、个别生产装置停工或亏损等原因，公司计提减值准备合计 126.66 亿元，其中存货跌价准备 64.07 亿元、固定资产减值准备 50.82 亿元。重视股东回报，未来三年分红比例不低于母公司净利润 30%：公司 2022 年全年拟派发现金股利 0.355 元/股，其中 2022 年中期派发现金股利 0.16 元/股，末期拟派发现金股利 0.195 元/股，全年现金分红总额 427.5 亿元，股利支付率为 64.5%，按 2023 年 3 月 24 日收盘价计算，中石化 A 股股息率为 6.43%，H 股股息率为 7.57%。考虑 2022 年公司 A+H 股票回购资金 42 亿元，公司全年分红比例为 71%。公司注重股东回报，持续数年高比例分红，派息水平位居行业前列。景气复苏+政策推动，公司未来业绩弹性可观：2023 年，公司继续保持稳油增气，原油产量预计为 280 百万桶，天然气产量预计为 12918 亿立方英尺；计划资本开支 1658 亿元，其中勘探及开发、炼油、化工、成品油销

售分别为 744、227、466、166 亿元。我们认为，2023 年，国家政策推动增储上产+油价持续高位运行，公司勘探业务稳健发展；消费税政策趋严+成品油需求回暖&海外价差扩大，公司炼化板块业绩有望改善；当前公司 PB 值远低于其他市值排名靠前的石化化工企业，有望在央企改革政策推动下，估值回归理性水平。 百亿定增投向清洁能源、高附加值材料方向：公司拟向控股股东中国石化集团发行 A 股股票，募集资金不超过 120 亿元，用于清洁能源、高附加值材料方向的 5 个项目：1) 清洁能源方向：①天津 LNG 项目三期工程一阶段。本项目预计投资总额 55.6 亿元，拟使用募集资金投入 45 亿元，项目建设期三年。本项目主要建设内容包括新建 5 座 27 万方 LNG 储罐、BOG 处理设施、火炬设施、新建 10 套装车设施以及相关辅助工程设施，建成后新增天然气储气能力 8.1 亿方。本项目主要向华北地区供气，有助于缓解该部分地区天然气供求紧张的局面。②燕山分公司氢气提纯设施完善项目。项目预计投资总额 2.1 亿元，拟使用募集资金投入 2 亿元，项目建设期一年。本项目主要建设内容包括对现有化工系统工业副产氢气进行提纯处理并配套氢气分析化验及装车设施，建成后纯化装置生产能力 10,000Nm³/h，折合燃料电池用高纯氢 7,200 吨/年。本项目是公司氢能产业链条的进一步延伸，将服务北京地区氢燃料电池汽车对高纯氢气的需求。2) 高附加值材料方向：①茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目。本项目预计投资总额 330.6 亿元，拟使用募集资金投入 48 亿元，项目建设期三年。本项目建设内容包括炼油转型升级部分和乙烯提质改造部分。本次募集资金主要投入乙烯提质改造部分中的热塑性高分子新材料装置等高附加值材料相关方向，产品主要用于新能源汽车、精密仪器、电子电器等领域。②茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体 (POE) 工业试验装置项目。本项目预计投资总额 10.9 亿元，拟使用募集资金投入 9 亿元，项目建设期三年。本项目主要建设内容包括新建 5 万吨/年 POE 装置及配套的公用工程及辅助设施。本项目的产品主要用于高效电池封装胶膜、热塑性聚烯烃弹性体、聚合物改性、汽车、电线电缆等领域。③中科 (广东) 炼化有限公司 2 号 EVA 项目。本项目预计投资总额 21.6 亿元，拟使用募集资金投入 16 亿元，项目建设期两年。本项目主要建设内容包括新建 1 套 10 万吨/年 EVA 装置及配套辅助公用设施。本项目的产品主要用于光伏电池、功能性薄膜、热熔胶、电线电缆等领域。本次定增有利于公司优化产业结构，提升公司天然气、燃料电池用高纯氢供应能力，以适应我国能源消费结构转型趋势。此外，公司向高附加值材料领域延展升级，有助于公司把握新材料产业发展机遇。 盈利预测与投资评级：我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 750.15、800.25 和 811.76 亿元 (此前 2023-2024 年预期为 765.95、796.36 亿元)，同比增速分别为 13.14%、6.68%、1.44%，EPS (摊薄) 分别为 0.63、0.67 和 0.68 元/股，2023 年 3 月 24 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 8.82、8.27 和 8.15 倍，A 股 PB 分别为 0.80、0.78 和 0.75 倍。考虑原油价格持续高位保障上游业绩，疫后经济复苏带动成品油需求反弹，2023-2025 年公司业绩增长提速，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶)

华润啤酒 (00291.HK)：2022 年报点评：业绩略超预期，高端化&降本增效弹性显著

事件：华润啤酒发布 2022 年业绩公告，公司全年实现营收 352.6 亿元 (yoy+5.6%)，扣除特别项目的经常性 EBIT 达 54.6 亿元 (yoy+17.4%)，得益于高端化产品结构提升，核心归母净利润 45.2 亿元 (yoy+26.2%)，

略超我们预期。2022 年下半年收入/核心归母净利润分别增长 3.6%/69.3%。产品结构化升级&提价顺利带动量价齐增。2022 全年销量同比增长 0.4%，吨价 3178 元/千升（yoy+5.2%），其中 2022H2 量价分别增长 1.7%/1.9%。次高及以上产品销量达 210.2 万千升（yoy+12.6%），占比整体销量提升至 18.9%（yoy+2pct），其中 2022H2 次高及以上产品销量同比增长 16%。我们预计产品结构化升级（喜力在 2022 疫情下仍保持 30%同比增长，星银增速显著）、产品线提价均对吨价产生积极拉动作用。分区域看，公司中区/南区/东区营收同比增长 12.9%/4.8%/4.3%，江浙/福建等华东区域产品高端化趋势良好，广东市场于 2022 年进行主动调整理顺渠道及价盘，收入有所下滑，但今年 Q1 已经企稳回升。毛利率因成本上涨微降，费控稳健，看好 2023 年降本增效弹性。产能利用率 60.3%，同比微降 0.4pct；原材料成本上升致公司 2022 全年吨酒成本同比增长 6.5%快于吨价提升，致毛利率同比-0.7pct 至 38.5%。得益于疫情下销售费用投放减少与管理改革持续降本增效，2022 全年销售费用率&管理费用率分别 -1.1pct/1.4pct，核心净利率提升 2.1pct 至 12.8%。我们预计 1) 产品结构升级与包材成本下降将带来毛利率复苏，2) 2023 年费用绝对额投入进一步增长但伴随收入端持续复苏，费用率有望持续走低。2023 年公司盈利弹性有望进一步体现。啤酒新世界领导者，白酒新世界探索者。2023-2025 是公司“3+3+3”战略最后 3 年，公司将从品质/生产/收益/品牌/高端/多元等方面努力，通过 3（喜力、纯生、Superx）+2（黑狮、老雪花）的产品矩阵与大客户平台体系推进高端化战略持续兑现。同时公司预计未来 3-5 年通过探索-发展-变强三步战略，实现啤白双赋能，白白共成长，以 2-3 个白酒品牌形成百亿收入规模。酒业复合型龙头未来可期。盈利预测与投资评级：基于收入端持续复苏、产品结构升级与成本费用端优化等假设，我们上调 2023-24 年归母净利 52.4/63.3 亿元（前值为 51.0/59.5 亿元），并预测 2025 年归母净利润 71.5 亿元，2023-25 年归母净利同比增长分别为 21%/21%/13%，对应 PE 34/28/25 倍。公司在行业处于龙头地位，降本增效优势显著，伴随行业高端化升级，长期看好公司前景，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复、产品升级&铺货不及预期、竞争加剧、食品安全。

（证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲）

基康仪器（830879）：2022 年业绩点评：巩固能源行业同时积极拓展水利项目，业绩符合预期

投资要点 事件：2022 年公司实现营收 3.0 亿元，同比增长 15.32%；归母净利 0.6 亿元，同比增长 20.17%，业绩符合预期。业绩：公司数据应用及解决方案盈利能力持续提升，疫情影响下公司积极开拓国内市场，效果显著，业绩符合预期。公司 2022 年实现营收 3.0 亿元（yoy+15.32%），归母净利 0.6 亿元（yoy+20.17%），虽受疫情影响，公司业绩稳步提升。1) 分产品来看，2022 年公司产品结构稳定，主营产品智能监测终端收入增长稳健，数据应用及解决方案毛利率显著提升。2022 年智能监测终端营收 2.2 亿元（yoy+13.3%），数据应用及解决方案营收 0.8 亿元（yoy+21.32%），毛利率 22.4%（yoy+3.0pct）。2) 分区域来看，公司基于能源行业地位稳固同时积极拓展水利行业项目，国内市场表现优异，由于疫情影响国外收入有所受损。2022 年国内收入 3.0 亿元（yoy+15.5%），新签合同额保持增长，在能源行业公司获得一系列大型水电站智能监测终端订单、在抽水蓄能电站市场取得突破，而在水利行业公司保持优势地位，参与了多项“十四五”重点水利工程项目设备供应及多省水库/大坝等整体解决方案及供货

项目。 费率：公司费用率控制良好，净利率稳步提升。公司费用率控制良好，2022 年均呈下降趋势。2022 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 10.0%/8.7%/7.3%，同比-1.2/-1.1/-0.3pct，2022 年公司净利率为 20.3% (yoy+0.8pct)，加权 ROE 提升至 12.70% (yoy+1.19pct)。展望：伴随公司专注研发+服务领域广阔+客户资源优异，我们看好公司未来由产品向服务逐步转型发展。公司在安全细分领域行业领先，产品端我们看好数据应用及解决方案持续贡献盈利，2022 年公司输出整体解决方案典型项目有水利部小型水库安全监测能力提升项目、向家坝北总干渠安全监测项目等；研发层面 2022 年公司提高了传感器多场景应用功能，数据采集设备降本增效，应用软件 G 云平台私有云项目不断增多，未来伴随传感器市场规模不断增长公司有望持续受益。 盈利预测与投资评级：基于公司在安全监测细分领域行业地位处于领先地位且下游领域发展前景良好，我们调整公司 2023-2024EPS 预测值为 0.50/0.55 元(前值为 0.52/0.58 元)，新增 2025 年预测值 EPS0.6 元，对应 PE 分别为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。 风险提示：市场空间受限风险；下游基建投资增速放缓风险；原材料价格波动风险；应收账款回款较慢风险。

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉)

中国太保 (601601)：2022 年报点评：价值显拐点，分红有韧性

投资要点 事件：公司披露 2022 年年报，实现归母净利润 246.09 亿元，同比下降 8.3%；归母营运利润为 401.15 亿元，同比增长 13.5% (平安：0.3%)，两者差异为短期投资波动 68.12 亿元和评估假设变动影响 89.47 亿元，业绩符合预期，整体报表稳定性相对较强。2022 年每股分红 1.02 元，同比增长 2.0% (接近归母净利润与营运利润增速均值)，分红率 39.9%领跑同业。 寿险新业务价值 (NBV) 增速逐季向好，下半年增速领跑同业。2022 年公司实现 NBV 达 92.05 亿元，同比下降 31.4%，归因来看：新保业务同比增长 35.8%，但受渠道布局影响 (银保新保贡献由 2021 年的 13.6%提升至 2022 年的 43.4%，而个险贡献由 2021 年的 59.8%下降至 2022 年的 34.5%)，NBV Margin 同比下降 11.9 个 pct.至 11.6% (个险：31.5%；银保：2.7%)。公司持续推进“长航”转型落地，新基本法实施显成效，2H22NBV 同比增长 13.5%，增速领跑同业。2022 年月均营销员 27.9 万人同比下滑 46.9%，人均 FYP 同比提升 47.6%，核心人力 FYP 同比提升 31.7%，核心人力 FYC 同比增长 10.1%。受市场波动影响，寿险净利润同比下滑 12.8%，但营运利润增长 9.5%，彰显韧性。关注 2H23 长航行动二期工程实施成效。 财险业务量 (保费增速) 和质 (承保利润率，ROE) 首次全面领跑老三家。2022 年财险保费收入同比增长 11.6% (人保：8.3%，平安 10.4%)，其中非车业务同比增长 18.8%，占比达 43.2%，提升 2.6 个 pct.。2022 年财险综合成本率 (COR) 97.3% (人保：97.6%，平安 100.3%)，同比下降 1.8 个 pct.，其中费用率和赔付率分别同比下降 0.4 和 1.4 个 pct.，归因来看：1.车险 COR 为 96.9%，较同业仍有一定规模经济差距；2.非车 COR 为 98.1% (人保：100.7%，平安 110.1%)，责任险、农业险和保证险全部实现承保盈利。2022 年财险净利润同比增长 30.4%，ROE 达到 16.7% (人保：12.7%，平安 7.6%)，对集团贡献达 33.7%。 投资资产净值增长率波动加大，净资产增速明显放缓。积极应对市场大幅波动，投资业绩整体表现稳定。2022 年集团总投资收益率/净投资收益率/净值增长率分别为 4.3%/4.2%/2.3%，同比下降 0.2/1.5/3.1 个 pct.。总投资收益率下行主要受权益投资收益率下行 5.9pct.至 2.7%拖累，净值增长率受当期计入其他综合损益的可供出售金融资产公允价值变动净额由 2021 年的-27.10 亿元大幅增加至

-13,656 亿元拖累，使得公司期末归母净资产较年初仅增长 0.8%（平安：5.7%），我们预计和公司应对新会计准则，夯实资产质量有关。2022 年末集团内含价值为 5,196.21 亿元，较上年末增长 4.3%（平安：2.0%），寿险 ROEV 为 11.5%（平安：11.0%），寿险 EV 增速仅 5.7%，主要系投资回报偏差拖累增速 4.9pct。核心权益占比 11.5%，较上年末上升 0.4 个 pct，有望提升 1Q23 业绩。盈利预测与投资评级：公司核心指标平稳增长，分红率彰显韧性，关注集团新一届领导班子换届后长航行动实施成效。因披露年报，考虑到投资收益波动，小幅下调盈利预测，我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 291、335 和 373 亿元（原预测为 306、349 和 383 亿元），同比增速分别为 18%、15%和 11%，维持“买入”评级。风险提示：1）芯基基本法实施成效不持续；2）集团和寿险公司董事长年近退休对集团“五航”转型成效影响；3）新冠肺炎疫情变异毒株反复

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

吴海生科（688366）：2022 年报点评：疫情及减值导致业绩不及预期，疫后有望实现大幅恢复增长

投资要点 事件：2022 年，公司实现营业收入 21.30 亿元（+20.65%，表示同比增速，下同），归母净利润 1.80 亿元（-48.76%），扣非归母净利润 1.59 亿元（-51.60%）。单 Q4 季度实现收入 5.48 亿元（+11.28%），归母净利润 0.19 亿元（-55.15%），扣非归母净利润 0.18 亿元（-48.07%）。利润业绩不及预期，主要由于疫情冲击收入增长及减值加大利润亏损。疫情影响生产及重点市场销售，但“海魅”玻尿酸仍表现亮眼：2022 年，公司眼科、医美、骨科、外科分别实现收入 7.7 亿元（+14.15%）、7.48 亿元（+61.45%）、3.88 亿元（-3.39%）、1.77 亿元（-8.17%）。由于多地疫情反复，尤其上海地区封控时间较长，公司在工厂生产与重点销售市场均受到较大影响，我们估计，剔除南鹏光学 OK 镜收入收入、欧华美科收入并表，公司收入实现微幅增长。但公司“海魅”玻尿酸推广销售仍取得不错表现，估计销售收入超 1 亿元，同比增速近 30%。我们预计 2023 年公司在疫后恢复性增长的基础上，医美玻尿酸有望贡献较大增长弹性，OK 镜新品上市将有望带来增量贡献。资产减值加大利润亏损，2023 年公司盈利能力有望显著加强：2022 年，公司利润下滑较多，一方面疫情冲击收入增长，另一方面股份支付费用、资产减值损失等产生影响。其中：1）由于 3 月至 5 月上海地区疫情封控影响 3 家生产型子公司生产经营，导致停工损失约 3735 万元；2）子公司 Aaren 生产的爱锐品牌人工晶状体产品在国内的销售渠道面临重新整合，工厂启动阶段性停产缩减开支计划产生经营性亏损 1912 万元，同时对 Aaren 业务的商誉/无形资产及其他长期资产等共计提资产减值损失约 4607 万元；3）因实施股权激励计划，公司及子公司欧华美科总计确认股份支付费用约 3023 万元，而上年同期不存在该项费用；4）上年度合计收到“深悟 1 号”投资产品分红约 5622 万元，而本年度未有收到并确认类似分红收益。2023 年，随着贡献现金流的基础产品线恢复增长，玻尿酸等高毛利产品增长加快，我们预计 2023 年公司盈利能力将有望显著回升。盈利预测与投资评级：考虑到公司 2023 年疫后恢复正常经营，玻尿酸等高毛利产品收入增长加快，预计公司盈利能力提升。我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 3.80 亿元/5.06 亿元，上调为 4.56 亿元/5.81 亿元，预计 2025 年为 7.26 亿元，2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.66/3.39/4.24 元，对应当前 A 股股价的 PE 分别为 35/27/22 倍，维持“买入”评级。风险提示：产品市场推广不及预期，市场竞争加剧等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

美团-W (03690.HK): 2022 四季报点评: 到店竞争优势仍在, 未来有望持续复苏

投资要点 事件: 美团 2022Q4 实现收入 601 亿元 (yoy+21%), 运营利润实现-7 亿元, 经调整净利润 8 亿元, 经调整净利率为 1.4%; 核心本地商业和新业务分别实现收入 435 亿和 167 亿元, 同比分别增长 21%和 33%; 运营利润分别实现 72 和-64 亿元。公司营收与经调整净利润超彭博一致预期。到店酒旅业务: 疫情翻篇, 期待 23 年到店酒旅业务回归成长。22Q4 由于疫情负面影响, 到店酒旅收入同比下滑幅度与 Q2 相似; 22 年 12 月管控解除后, 公司旅游需求和酒店间夜量迅速回升, 我们看好公司到店酒旅业务在 23 年收入端逐季修复。我们不排除竞争对手在今年可能加大投入争抢份额, 同时 23 年低利润率酒旅业务修复、为促进消费而增加部分用户和商家补贴, 过程可能会伴随利润率波动, 但考虑到公司在供给端和用户心智上的强大优势 (22 年度活跃商家数目仍保持稳健同比增长), 我们看好公司市占率长期保持稳定。餐饮外卖收入显著增长, 闪购业务发展迅猛。Q4 即时配送交易笔数同比增长 13.5%至 48 亿笔: (1) 餐饮外卖: Q4 交易用户数增速放缓, 季度消费频率创历史新高, 疫情使得餐饮外卖需求大幅上升, 高质量用户的黏性和高频客户的订单量占比有所提升。(2) 闪购: 年交易用户和年交易商家均同比增长 30%, 12 月单日订单量峰值突破 1100 万。在供给端, Q4 公司将高线城市成功复制到许多低线城市, 商家基础持续丰富, 同时亦上线大量连锁超市, 并与部分品牌建立战略合作; 在需求端, Q4 公司满足消费者节日送礼及年货采购等多种场景下的购物需求, 消费者心智进一步增强; 电子产品、美妆个护、母婴用品及宠物用品等品类显著增长, 年度交易用户及年度活跃商家均同比增长近 30%。我们看好闪购业务 AOV 和货币化率稳健提升, 为核心业务带来更多利润弹性。新业务继续高质量发展。Q4 收入 167 亿 (yoy+33%), 运营亏损同比收窄 32.0%至-64 亿元, 经营亏损率环比收窄至 38.2%, 主要系公司持续推行降本增效举措, 商品零售业务增长, 其他新业务努力降低成本开支并提升效率。我们预计公司 23 年新业务减亏节奏将继续保持。盈利预测与投资评级: 23 年前 2 个月线下消费已显示出较强复苏态势, 我们认为 23 年本地生活行业增速修复将显著好于其他互联网行业, 我们看好公司长期发展, 维持 23-24 年经调整 EPS 为 3.04/6.20, 预计 25 年经调整 EPS 为 10.18 元, 对应 PE 为 41/20/12 倍, 维持“买入”评级 (汇率以 2023/3/26 当天港币/人民币=0.89 为准) 风险提示: 消费不及预期, 外卖骑手成本上升, 新业务亏损风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦 研究助理: 郭若娜)

仕净科技 (301030): 中标 3.35 亿元制药公司大单, 深化医药领域布局

关键词: #第二曲线 #新需求、新政策 **投资要点** 事件: 公司公告中标湖北安博制药有限公司项目、湖北长江源大健康产业园项目, 中标金额合计 33,500.00 万元。中标 2 个合计 3.35 亿元制药车间配套净化、污水处理等项目, 深化医药领域布局。1) 湖北安博制药车间净化、污水处理项目, 金额 1.87 亿元, 主要包括 13.4 万 m²药用空心胶囊生产车间净化、园区 1000m³/d 污水处理等一体化工艺设备的设计、采购及安装。2) 湖北长江源大健康产业园制药车间净化、污水处理等项目, 金额 1.48 亿元, 主要包括产业园 3.98 万 m²制药车间净化、500m³/d 污水处理及车间有机溶剂回收。本次中标体现了公司深

化医药制造领域布局，助力提升公司在医药制造业务的品牌影响力和核心竞争力，开拓成长点。 累计公告中标订单金额超 43 亿元，验证公司一体化模式&产业链延伸能力。2023 年以来，接连中标：1) 广西梧州 10GW 光伏电池配套系统项目，累计金额 6.57 亿元，单 GW 价值达 6571.5 万元。2) 阿特斯阳光电力（泰国）年产 5.3GW 组件工艺配套系统，项目总额 1.57 亿元，单 GW 价值达 2970.8 万元。3) 安徽宁国新能源高端智能制造产业园废气设备、纯水设备、特气化学品设备、废水设备等 EPC 项目，金额达 19.57 亿元，联合体中标，机电设备金额约 10.53 亿元。4) 阜阳产业发展综合配套服务中心二期设计施工总承包项目，联合体中标，总金额达 12.3 亿元。5) 湖北安博制药、长江源大健康产业园项目，金额合计 3.35 亿元。 光伏制程污染防治设备龙头，单位价值量有望提升成长加速。公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏电池制程废气治理设备龙头地位，工艺优势体现在良好解决氮氧化物、氢氟酸，硅烷的同时保证生产的安全性、稳定性。受益于光伏电池扩产加速，同时新技术路线&一体化品类扩张将有望带动公司单位价值量 5~11 倍提升。 第二曲线打开，新成长+现金流改善可期。公司积极衍生光伏电池下游产业链，同时探索水泥固碳千亿新市场。1) 光伏电池片：拟建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目，一期 18GW 总投资 75 亿元，计划 2023 年 4 月开工，11 月投产，是公司依托机电系统设计经验切入下游电池片领域的战略拓展。2) 水泥固碳&钢渣资源化：矿粉市场规模超千亿，公司首个项目已于 2022 年 11 月投产，建成后可低成本捕集烟气 CO2&钢渣资源化利用&制备低碳建筑材料。共赢而非成本，水泥&钢铁企业经济+排放解决双受益。 盈利预测与投资评级：光伏景气度上行，水泥固碳进展顺利，考虑电池片业务贡献，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 0.90/2.40/13.01 亿元，对应 63、24、4 倍 PE，维持“买入”评级。 风险提示： 电池片扩产不及预期，订单不及预期，现金流风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：赵梦妮）

特步国际 (01368.HK)：2022 年业绩点评：疫情影响库存+利润率，23 年改善可期

投资要点 公司公布 22 年业绩：22 年营收 129.30 亿元/yoy+29.1%、归母净利润 9.22 亿元/yoy+1.5%。收入取得较好增长且好于终端流水表现、主要由于经销模式下提前订货确认收入；收入增速高于净利，主因 22 年在疫情冲击下毛利率下滑（同比-0.8pct 至 40.9%，主因折扣加深、低毛利儿童占比提升）、期间费用率上升（同比+1.36pct 至 32.8%，主因补贴经销商、品牌升级及广告促销费用增加）。截至 22 年末公司存货 22.9 亿元/yoy+52.7%，存货周转天数 90 天、较 21 年增加 13 天，主因 22 年疫情反复导致部分经销商取消订单/发货受阻。 主品牌特步：跑步产品+儿童业务强劲增长，疫情下渠道库存增加、利润率小幅下降。22 年收入 111.28 亿元/yoy+25.9%/收入占比 86.1%。1) 跑鞋+儿童业务表现亮眼：特步成人/儿童收入分别同比增长 22.2%/52.3%，跑鞋产品和儿童业务表现亮眼：成人跑步生态圈建设持续推进，22 年全国共有 49 个特步跑步俱乐部/21 年为 30 个、特跑族会员人数达 170 万人/21 年约 130 万人，22 年特步跑鞋整体穿着率排名中国内地前 100 男子/女子马拉松运动员中的品牌第一名；儿童方面受益于政策鼓励及公司发力取得强劲增长，占特步品牌收入比重从 21 年的 11%升至 15%。2) 保持净开店+门店升级：截至 22 年末特步品牌门店 7833 家（成人 6313+儿童 1520 家）、较 21 年末净增 503 家（成人 162 家+儿童 341 家）、同比+6.9%（成人+3%&儿童+29%），疫情环境下保持净

开店、儿童开店幅度较大。继续推动门店升级，22 年九代店 2878 家/占比 45%/21 年占比 20%+。3) 毛利率持平略降、经营利润率小幅下降: 22 年特步品牌毛利率同比-0.1pct 至 41.3%、经营利润率同比-2.4pct 至 15.8%，主因疫情下补贴经销商以及品牌升级广告促销费用增加。4) 预计 23 年继续去库、收入增长双位数、流水增长 20%+; 22 年主品牌收入增长快于终端流水的中双位数增长水平、导致渠道库存有所增加 (22 年底库存 5.5 个月、23 年 3 月降至 5 个月)，预计 23 年主品牌将继续去库 (下半年消化秋冬装、目标渠道库存达到 4 个月内)，此外主品牌将进一步发挥跑步品类优势+扩大儿童业务，预计 23 年流水有望增长 20%+、收入有望增长双位数，利润在终端消费环境回暖下增长有望快于收入。时尚运动 (盖世威 K+帕拉丁 P): 收入增长亮眼、23 年继续控制亏损。1) 收入大幅增长: 22 年收入 14 亿元/同比+44.4%/收入占比 10.8%，主要销售市场在海外，随 22 年 5 月供应链及物流改善收入大幅增长。2) 盖世威净开店: 截至 22 年末亚太地区门店 128 家 (K72+P56 家)、较 21 年末净开 27 家 (K28+P-1 家)、同比+26.7%。3) 供应链+物流+国内疫情影响下亏损扩大: 22 年毛利率同比-7.0pct 至 37.6%，经营亏损 1.89 亿元、同比增多 1.01 亿元、经营利润率-13.5% (同比-4.5pct)，主因①上半年供应链和物流问题导致成本上升; ②中国盖世威 22 年开始开店经营、Q4 疫情导致约 2 个月店铺无法正常经营。4) 预计 23 年收入增长 20%-30%、亏损缩窄: 国内市场方面，继续开店拓展市场+优化渠道，23 年两品牌预计新开 30-40 家; 海外市场方面，由于海外经济放缓、集团对海外业务保持谨慎乐观、预计实现小幅增长; 综合看，23 年时尚运动整体收入有望同比增长 20%-30%、亏损减少、控制在 1.5 亿元内。专业运动 (索康尼 S+迈乐 M): 收入接近翻番、毛利率上升、亏损收窄。1) 跑步俱乐部资源驱动高增长: 22 年收入 4 亿元/yoy+99.0%，索康尼受益主品牌跑步俱乐部提升曝光、同时在新开店驱动下实现收入翻倍高增。2) 索康尼净开店: 截至 22 年末中国内地门店 73 家 (S69 家+M4 家)、较 21 年末净开 23 家 (S25+M-2 家)、同比+26%。3) 强劲增长带动毛利率提升、经营亏损进一步缩小: 22 年毛利率同比+2.4pct 至 42.7%; 经营亏损 0.20 亿元、同比减亏 0.21 亿、经营利润率同比+15.1pct 至-4.9%，销售强劲增长下盈利水平显著改善。4) 展望: 索康尼增长势头良好、迈乐有望受益于疫情放开后的户外旅游，23 年专业运动品牌预计新开店 30-50 家、收入有望增长 60%-70%。盈利预测与投资评级: 公司为国内领先运动服饰品牌，因其经销模式 22 年收入受疫情影响较小保持快速增长、但利润率受终端销售不佳补贴经销商/推广促销费用提升影响有所下滑、净利润持平略增、同时渠道库存压力加大，小品牌收入保持高增、净利仍处亏损。23 年随疫情放开，各品牌有望保持收入增长+利润率改善，其中主品牌、时尚运动、专业运动收入预计分别增长双位数、20%-30%、60%-70%。考虑去库因素，我们将 23-24 年归母净利从 11.83/14.45 亿元略下调至 11.24/14.07 亿元，增加 25 年预测值 17.17 亿元，对应 23-25 年 PE 为 19/15/13X，维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复，终端消费恢复不及预期，库存消化不及预期。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

伟星股份 (002003): 2022 年报点评: 22 年前高后低，看好国际化战略稳步推进

投资要点 公司公布 2022 年年报: 22 年营收 36.28 亿元/yoy+8.12%、归母净利 4.89 亿元/yoy+8.97%，业绩不及我们此前预期，主因 Q4 订单疲软+费用增多导致亏损、拖累全年业绩。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比+33.58%/+17.42%/+11.46%/-17.79%，归母净利分别同比

+45.13%/+28.65%/+28.17%/亏损（3140 万元）。下半年拉链收入承压，国际市场保持增长。1）分产品看，22 年拉链/纽扣/其他产品收入分别同比+9.25%/+5.59%/+19.30%、收入分别占比 55%/40%/5%。其中 22H1/H2 拉链收入分别同比+29.2%/-6.5%，纽扣收入分别同比+13.08%/-0.53%，下半年拉链承压，纽扣基本保持平稳，我们认为上半年拉链收入增速较快一定程度受益于同行 YKK 工厂受疫情+火灾影响部分客户订单转移至伟星，而下半年下游服饰行业普遍进入去库存期，导致订单疲软。2）分地区看，22 年国内/国际收入分别同比+2.76%/+22.56%、收入分别占比 69%/31%，其中 22H1/H2 国内市场收入分别同比+18.62%/-10.17%，国际市场收入分别同比+36.77%/+12.16%，下半年国内市场受疫情影响承压，国际市场虽外需渐现疲软、但在公司推进国际化战略、持续拓展海外客户带动下仍保持增长。毛利率、费用率均上升，净利率持平略增。1）毛利率：22 年毛利率同比+0.99pct 至 39.01%，其中纽扣/拉链毛利率分别同比-0.25pct/+1.68pct 至 41.19%/38.06%，拉链毛利率有所上升主因产品结构变化及智能制造下生产效率提升（如余数控制更加精准）、我们认为该趋势有望延续。2）期间费用率：22 年期间费用率同比+0.61pct 至 22.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.83pct/+1.09pct/+0.04pct/-1.35pct 至 8.6%/10.4%/4.2%/-0.6%，销售/管理费用增长较多、主因加大国际化投入相关销售管理人员工资费用增多，财务费用率下降主要受益于 22 年人民币贬值带来汇兑收益。我们预计 23 年销售及管理费用将在国际化投入战略下保持一定规模扩张、财务费用可能因汇兑损益下降转为上升。3）归母净利率：22 年归母净利率同比+0.11pct 至 13.48%、较为平稳，我们判断 23 年受财务费用因素影响净利润率可能出现短暂小幅回调。盈利预测与投资评级：公司为国内服饰辅料龙头，近年来持续推进智能制造+国际化战略，在设计创新+快速反应优势下拓展下游中高端客户、逐步抢占全球辅料龙头 YKK 的市场份额。22 年受国内疫情和外需转弱影响业绩呈前高后低，全年维持稳健增长。公司正在加速布局海外营销网络及产能，越南工厂已完成厂房封顶、预计 24 年初开始供应越南市场，目前公司已有越南订单、但使用国内产能供货、预计越南产能释放将对海外客户开拓带来较大便利。综合考虑 22 年业绩略低于预期、23Q1 受下游客户去库影响订单端延续 22Q4 疲软态势，我们预计 23 年业绩呈前低后高特点，将 23-24 年归母净利润从 6.67/8.15 亿元下调至 5.40/6.18 亿元，增加 25 年预测值 7.2 亿元，对应 23-25 年 PE 分别为 19/17/14X，看好公司长期稳健增长，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复、海外经济衰退、汇率波动、地缘政治风险等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

天壕环境（300332）：拟收购中国油气控股，延伸上游气源稀缺跨省长输资产价值提升

投资要点 事件：公司与中国油气控股（0702.HK）签署重组意向条款清单，就公司拟参与中国油气控股重组的相关事项达成初步意向。控制中国油气控股，布局上游气源。初步意向包括：1）公司购买华融海外对中国油气控股的债权，并用于股票置换及可换股债券置换；2）公司认购中国油气控股新发行的可换股债券，认购款项将由中国油气控股用以偿还移民债债权人的债务。重组交易顺利完成后，公司将通过持有可转债和股份间接控制中国油气控股。中国油气控股的核心主业为国内煤层气的勘探与开发，此次运作后，公司将掌握核心上游气源。煤层气资源禀赋优异，已形成稳定规模产气，可直接进入神安线外输。中国油气控股通过全资子公司奥瑞安能源与中石油合作

在三交区块进行煤层气勘探、开采及生产，通过订立生产分成合约享有 70% 权益。三交区块是中国最优质的整装煤层气田之一。可开采储量/探明储量分别 217/435 亿方。截至 2021 年末，项目已建成煤层气开发规模 2 亿方/年（2021 年产气 1.28 亿方，2022M1-6 产气 0.78 亿方），规模未来可进一步提升至 5 亿方/年。公司在项目稳定产气阶段介入，规避了长周期、高资本开支、高风险的勘探阶段。项目稳定生产规模煤层气，可直接经过支线连接进入神安线实现外输，在产规模与设计规模分别可占神安线输气能力 50 亿方/年的 4%/10%。公司延伸上游气源，增强气源供应能力，降低气源采购成本。上游资源协同，中游长输管线稀缺资产价值提升。神安线突破管输瓶颈，三大壁垒造就稀缺资产。区域不平衡背后本质：跨省管输不足。陕京一~三线 2022 年 10-12 月管道剩余能力均为 0，河北管线负荷率采暖季 116%。神安线具备三大壁垒，为稀缺资产：投资金额超 50 亿元、建设周期超 5 年、立项开工需发改委审定。我们判断十三五&十四五能源规划中提到的长输管线由于建设长度为神安线两倍以上，建设时间远超神安线（5 年），神安线中期无有力竞争对手。公司具备神安线稀缺资产，可将上游陕西&山西富余天然气输送至下游华北缺气地区，气量空间打开，盈利模式稳定。盈利预测与投资评级：2022 年 12 月 1 日，神安线全线贯通，公司业绩持续高增，盈利模式验证。我们维持 2022~2024 年公司归母净利润 4.07/7.22/9.80 亿元，同比 100%/77%/36%，EPS 为 0.46/0.82/1.11 元，对应 PE25/14/11 倍（估值日 2023/3/24）。维持“买入”评级。风险提示：气源获取不及预期，天然气价格波动，气田产量不及预期。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

中国财险（02328.HK）：2022 年年报点评：三张表全面持续的改善

投资要点 事件：公司披露 2022 年年报：实现承保利润 103.29 亿元，同比激增逾 5 倍，创出历史新高；合并净利润 266.53 亿元，同比增长 19.2%（此前业绩预增公告区间 10%-20%）。业绩表现符合我们与市场的预期，来自利润表、资产负债表和现金流量表全面且持续的改善细节略超预期。ROE 提升至 12.7%，承保丰年增提准备金夯实来年利润。根据我们搭建的财险 ROE 框架（平均承保杠杆*承保利润率+平均投资杠杆*总投资收益率+其他收益）*（1-实际税率），ROE 由 2021 的 11.3% 上升至 2022 的 12.7%。平均承保杠杆同比持平于 2.0，得益于已赚保费增速由 2021 年 1.0% 提升至 7.2%；承保利润率由 2021 的 0.4% 提升至 2022 的 2.4%，其中赔付率下降贡献 1.9 个 pct，费用率下降贡献 0.1 个 pct，得益于疫情防控车险出险率下降以及 2021 年河南暴雨及“烟花”台风导致基数较低。总投资收益率由 2021 年的 4.9% 下降至 2022 年的 3.8%，平均投资杠杆维持在 2.6 倍；实际税率由 2021 年的 14.1% 下降至 2022 年的 13.8%。值得注意的是：1）加强准备金审慎计提，2022 年末决赔款准备金净额占已赚保费比例同比增加 4.3 个 pct. 至 41.3%；2）2022 年现金流量净额 427.10 亿元，同比增加 161.4%，承保质量改善明显。车险承保利润量价齐升，4Q22 单季回升系费用率有所抬头。2022 年公司车险实现总保费收入 2,711.60 亿元，同比增加 6.2%；综合成本率（COR）为 95.6%，同比下降 1.7 个 pct.（1Q22 至 4Q22 单季度 COR 分别为 96.0%、94.8%、94.5% 和 96.9%），贡献承保利润 113.05 亿元，同比增长 69.4%，主要得益于因疫情管控车险赔付率同比下降 2.0 个 pct. 至 68.1%（1H22：69.7% 和 2H22：66.5%），而费用率同比上升 0.3 个 pct. 至 27.5%（1H22：25.7% 和 2H22：29.2%）。2022 年车险续保率同比提升 1.3 个 pct.，“三湾改编”凸显结构改善和效益提升。非车业务承保亏损由 -51.51 亿元大幅收窄至

-9.76 亿元。1) 受人伤赔偿标准上涨以及历史业务赔付责任影响, 2022 年责任险赔付率同比上升 8.3 个 pct. 至 76.2%, 承保亏损由 2021 年 -16.43 亿元扩大至 2022 年 -31.53 亿元。2) 企财险受大灾损失降低, 承保亏损由 2021 年 -24.43 亿元收窄至 2022 年 -8.27 亿元。3) 2022 年农险赔付率和费用率分别同比下降 2.4 个 pct. 和 6.3 个 pct., 承保利润由 2021 年亏损 -4.78 亿元转为 2022 年盈利 26.58 亿元。4) 公司稳步重启信保业务, 2022 年保费同比增速 86.4%, 受已赚净保费形成率影响, 费用率同比上升 14.7 个 pct. 至 30.8%, 拖累承保利润同比减少 34.3% 至 11.58 亿元。5) 意健险因商业性业务占比提高, 费用率同比上升 1.4 个 pct. 至 18.8%。2023 年非车承保改善力度是全年胜负手, 我们预计有望实现盈亏平衡。净投资收益逆势提升。2022 年净/总投资收益率分别为 3.7%/3.7%, 同比上升 0.2/下降 1.3 个 pct., 净/总投资收益同比增速为 12.1%/-21.2%。受可供出售金融资产公允价值变动和联营企业其他综合收益负向贡献拖累, 2022 年归母综合收益为 160.87 亿元, 同比下滑 32.2%, 拖累归母权益增速下滑至 3.4%。盈利预测与投资评级: 因年报披露调整盈利预测。我们预计 2023-25 年归母净利润分别为 308、352 和 385 亿元 (原 2023-24 年预测为 310 和 338 亿元, 并新增 25 年预测), 同比增速为 15.5%、14.0% 和 9.3%, 维持“买入”评级。风险提示: 自然灾害影响超预期, 车险费用率竞争加剧, 非车持续承保亏损

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 葛玉翔 证券分析师: 朱洁羽)

皓元医药 (688131): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 前后端均加速放量

投资要点 事件: 公司发布 2022 年报, 2022 全年实现营收 13.58 亿元 (+40.12%, 括号内为同比增速, 下同); 归母净利润 1.94 亿元 (+1.39%); 扣非归母净利润 1.56 亿元 (-11.77%); 扣除激励费用后归母净利润同比增长 16.34%; 业绩符合预期。前端业务维持高增速, 砌块和化合物快速储备: 公司分子砌块和工具化合物业务收入 8.27 亿元 (+51.76%); 其中 1) 分子砌块收入 2.46 亿元 (+78.43%), 2) 工具化合物业务收入 5.8 亿元 (+42.75%)。公司前端业务加速, 截至 2022 年底, 公司完成 1.8 万种产品研发, 储备 8.7 万个品种, 其中分子砌块约 6.3 万种, 工具化合物 2.4 万种; 累计完成前端订单 39 万个。公司加速大分子化合物储备, 截至 2022 年底, 公司已有重组蛋白、抗体等各类生物大分子 5900 种。创新药维持高增长, 产能顺利释放: 公司后端业务营收 5.21 亿元 (+24.97%), 其中 1) 仿制药收入 2.09 亿元, 截至 2022 年底, 合计拥有 249 个项目, 其中商业化项目 58 个; 2) 创新药业务收入 3.12 亿元 (+57.94%), 截至 2022 年底, 合计承接 456 个项目。公司后端业务在手订单 3.7 亿元。公司 ADC 研发能力不断增强, ADC 项目数超 100 个, 销售收入同比增长 84.58%, 合作客户超过 600 家, 同比增长 84.10%。产能方面, 公司马鞍山研发中心 2 条新建 ADC 产线在 2022 年投入生产。研发不断投入, 项目丰富: 公司不断加大研发投入, 2022 年研发费用 2.02 亿元 (+94.85%), 研发费用率 14.84%。公司研发管线丰富, 其中在研项目 32 个, 涵盖抗肿瘤、糖尿病治疗、心脑血管治疗、神经系统治疗等多个关键领域。盈利预测与投资评级: 考虑到公司短期摊销、人员开支等成本压力提升, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 3.7/5.4 亿元调整为 3.2/4.6 亿元, 预计公司 2025 年归母净利润为 6.6 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 40/28/20 倍; 公司短期业绩承压, 但我们看好公司长期成长空间, 维持“买入”评级。风险提示: 订单不及预期,

科研经费下滑，新员工产出不及预期等风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明 证券分析师: 徐梓煜)

腾讯控股 (00700.HK): 2022Q4 业绩点评: 广告业务逆势超预期, 降本增效成果显著

投资要点 营收符合预期, 利润略不及预期: 2022Q4 公司实现营业收入为 1449.5 亿元 (+0.5%yoy), 符合预期; Non-IFRS 净利润 297.11 亿元 (+19.4%yoy), 低于彭博一致预期 308.42 亿元。经递延收益调整游戏流水同比上升 5.5%, 增速转正: 经递延收益调整, 游戏业务本季度流水总额约为 482.4 亿元, 同比上升 5.5%, 增速转正。本土市场游戏收入同比下降 5.7% 至 279 亿元, 国际市场游戏收入同比增长 5.3% 至人民币 139 亿元。预计 2023 年将有多款新游发布, 游戏业务有望迎来强势复苏。广告收入逆势超预期, 视频号与小程序广告需求强劲: 2022Q4, 公司广告业务实现营收 246.60 亿元 (+14.7%yoy), 高于市场预期, 主因游戏、电商、快消等行业广告主的广告开支同比显著增长。其中社交广告营收 214 亿元 (+16.9%yoy), 媒体广告营收 33 亿元 (+3.1%yoy)。本季度视频号与小程序广告需求强劲, 移动广告联盟复苏, 预计未来广告业务边际利润将得到改善。金融科技及企业服务拉动总体毛利率提升: 金融科技方面, 本季度受疫情影响, 支付活动受到短暂抑制, 收入同比增速放缓。企业服务方面, 本季度公司持续减亏。2022Q4 金融科技及企业服务收入 472.4 亿元 (-1.5%yoy), 毛利率 33.56% (YoY +6.42pct), 拉动总体毛利率提升。2023 年疫情管控的放开将推动数字支付需求恢复, 未来数字经济发展也将带动收入增长。盈利预测与投资评级: 由于公司部分业务超预期, 我们将 2023-2024 年经调整 EPS 从 14.1/16.1 元调整至 15.3/18.8 元, 我们预计 2025 年经调整 EPS 为 21.9 元, 2023-2025 年对应 PE 分别为 21.4/17.4/14.9 倍 (港币/人民币=0.87, 2023 年 3 月 23 日)。公司具有坚实的业务壁垒, 生态强大, 视频号和小程序等生态节点也均具有较强的变现潜力, 金融科技业务已经展现出明显的业绩弹性, 我们维持公司“买入”评级。风险提示: 政策监管风险; 运营数据低于预期; 变现节奏低于预期。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦)

小米集团-W (01810.HK): 2022 四季报业绩点评: 业绩低点将现, 关注 ChatGPT 等新下游增量

投资要点 事件: 2022 单 Q4, 小米集团总收入人民币 660.47 亿元, 同比下降 22.8%; 经调整净利润人民币 14.61 亿元, 同比下降 67.3%。营收利润继续承压。手机行业继续下滑, 公司高端化持续推进。2022Q4, 公司手机营收 367 亿元, 全球智能手机出货量 32.7 百万台。根据 Omdia 统计, 2022Q4 全球智能手机出货量 3.02 亿台, 同比-15.4%; 小米占据 11% 份额, 排名第三。公司在中国区发布米 13 等新产品, 高端机型出货量占比有所提升。IoT 环比增长, 智能大家电发展良好。2022Q4, 公司 IOT 营收 214 亿元, 环比+12.5%。公司白电 (空冰洗) 发展势头良好; 可穿戴发布新产品, 手表高毛利拉升了盈利水平。22Q4 毛利率为 14.3%, 智能电视和平板带来毛利增加。互联网业务广告、游戏表现亮眼。2022Q4, 公司互联网营收 72 亿元, 环比+1.5%。公司通过多业务领域布局, 广告、游戏维持较高增速, 其中广告 Q4 营收 47 亿元, 创历史新高; 游戏营收 10 亿元, 在大盘疲软的情况下连续六个季度增长。新能源车竞争加剧, 公司持续卡位。公司不断加大研发投入, 在智能汽车等领域深度布局, 23 年投入 75-80 亿人民币。市场担忧特斯拉降价、燃油车降价带来的连锁反应,

我们认为公司凭借强大的研发实力、庞大的客户群体，将在智能电动车下半年占有一席之地。短期关注渠道去库存及消费复苏，长期关注 ChatGPT 变化。公司库存已经大幅下降，仅有部分渠道库存在消化，我们认为 23Q2 有望见到拐点，23Q3 大盘需求将随宏观经济回暖，公司也将随之受益。远期看，手机和汽车拥有众多 AI 大模型落地场景，而大家电的核心是服务，公司海外业务营收占比高，可接入 ChatGPT，将受益于 AI 能力提升带来的场景打开、客户拓展。公司作为终端消费品龙头将享有最大的市场。盈利预测与投资评级：由于造车投入带来的短期利润压力，我们下调公司 2023 年 EPS 为 0.4 元，维持 2024 年 EPS 为 0.6 元，新增 2025 年预测为 0.6 元，对应 PE 分别为 24.6/19.2/17.0 倍（取 2023 年 3 月 24 日汇率，港币/人民币=0.88）。考虑到公司手机高端化仍在推进，造车有望提供远期增长动能，ChatGPT 等新下游出现，我们维持公司“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，疫情严重程度超预期，技术升级风险，贸易战风险，港股流动性风险

（证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>