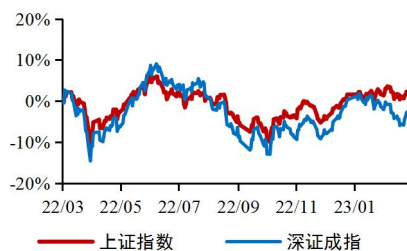


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 27 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,265.65	-0.64
深证成指	11,634.22	0.25
沪深 300	4,027.05	-0.30
中小板指	7,679.07	0.61
创业板指	2,370.38	0.38
科创 50	1,060.99	0.19

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,237.53	0.41
纳斯达克综合	11,823.96	0.31
标普 500	3,970.99	0.56
巴黎 CAC40	7,015.10	-1.74
德国法兰克福 DAX	14,957.23	-1.66
日经 225	27,385.25	-0.13
恒生指数	19,915.68	-0.67

资料来源：最闻

【今日要点】

【宏观策略】热点周报-美联储加息 25BP 落地，德意志银行危机

【山证新股】新股周报（0327-0331）：创业板新股首日涨幅为近 6 个月以来次低点，日联科技待上市

【山证宏观策略】外资周报-外资维持净流入，电子医药电力设备获买入 ---2023 年第 10 期

【行业评论】电力设备及新能源：1-2 月光伏累计新增装机同比增长 87.6%，产业链下游价格持稳

【山证煤炭】行业周报：-大秦线春检在即，神华兖矿延续高分红（20230320-20230326）

【公司评论】硅烷科技(838402.BJ)：硅烷科技（838402.BJ）年报点评-硅烷气新能源领域应用持续扩张，半导体硅材想象空间较大

【公司评论】顺鑫农业(000860.SZ)：顺鑫农业 2022 年年报点评-22 年公司经营承压，23 年业绩改善可期

【山证金融&衍生品】招商银行年报点评-业务发展稳健，资产质量改善可期

【山证机械】中海油服（601808.SH）2022 年报点评-海外业务不断突破，全年工作量有望维持增势

【今日要点】

【宏观策略】热点周报-美联储加息 25BP 落地，德意志银行危机

李孔逸 likongyi@sxzq.com

【投资要点】

➤ 周度观察：

- **A 股指数震荡反弹，走势分化，中小 100 以 4.49% 领涨，上证指数上涨 0.46%。**风格来看，除稳定下跌 3.04% 外，其余风格均上涨，成长以 4.45% 领涨。综合看全球的情况，外盘普遍回升，恒生指数上涨 2.03%。商品端普遍回升，仅螺纹钢下跌 3.00%。行业来看，热点持续性较强，传媒(+10.48%)、计算机(+6.88%)和电子(+6.80%)排名靠前，钢铁(-3.24%)和建筑(-2.15%)领跌。

➤ 热点跟踪：

- **金融政策：**当地时间 3 月 22 日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 4.75% 至 5% 之间，为 2007 年 10 月以来的最高水平。这也是自 2022 年 3 月以来第九次加息，联邦公开市场委员会指出，未来的加息并不确定，将在很大程度上取决于未来的相关数据。
- **行业热点：**当地时间 3 月 24 日，作为德国最大贷款机构，德意志银行股价盘中一度下跌 15%，创三年来最大盘中跌幅。随后虽有所反弹，但截至收盘仍下挫 8.53%，最终报收于 8.54 欧元。值得注意的是，德意志银行股价已连续三个交易日走低。3 月迄今，其市值蒸发了超四分之一。为提振市场信心，3 月 24 日，德意志银行提出按面值赎回初级债券，以缓解投资者对其债务担忧。3 月 24 日，德国总理朔尔茨表示，德银已经彻底现代化和重组其业务模式，是一家很有盈利能力的银行。没有任何理由感到担忧。
- **3 月 23 日，由国家 6G 技术研发推进工作组和总体专家组指导，紫金山实验室、未来移动通信论坛主办的 2023 全球 6G 技术大会在南京开幕。**据科技日报，科学技术部副部长张广军在开幕式致辞中指出，中国高度重视 6G 发展，《“十四五”规划纲要》和《“十四五”数字经济发展规划》明确提出要前瞻布局 6G 网络技术的储备，要求加大 6G 技术研发支持力度，积极参与推动 6G 国际标准化工作。
- **整体来看，美联储加息符合预期，但是全球风险仍在蔓延，A 股震荡幅度较大，走势反弹。**相关热点上涨超过 6% 的有营销传播精选指数(+15.18%)、游戏出海指数(+9.98%)、大基建央企指数(+9.69%)、互联网传媒精选指数(+9.56%)、产业互联网指数(+8.72%)、云办公指数(+8.7%)、互联网入口指数(+8.17%)、黑龙江省国资指数(+7.99%)、中国铁总指数(+7.23%)、华为 HMS 指数(+6.66%)、网红经济指数(+6.56%)、电子竞技指数(+6.14%)、先进封装指数(+6.11%)。
- **市场策略：**我们认为，A 股逐渐企稳，震荡上行。短期内，美联储加息 25BP 落地，市场已充分预期。

硅谷银行与瑞士信贷事件后，美联储联合财政部，与各国央行协同努力，流动性风险得到有效化解。同时，国外流动性风险也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据和央企改革等领域的关注度。央行超预期小幅降准，短期内给予市场流动性支撑。

- 鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与售价数据均回暖，外贸数据平稳，疫后复苏力度持续增强，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。美联储激进加息预期大幅降低，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。短期风险事件影响逐渐走弱，市场正在震荡修复中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（通信、高端制造、养殖、和医药医疗等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、AIGC 概念和新能源等）有望持续收获较优表现。
- 风险提示：全球经济衰退风险，美联储加快加息，疫情持续超预期。

【山证新股】新股周报（0327-0331）：创业板新股首日涨幅为近 6 个月以来次低点，日联科技待上市

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 近端新股的观察与思考：创业板新股首日涨幅已下降至 1 月份水平
- 截至周五(2023/03/24)，科创板 3 月份首发 PE（摊薄）71.56 倍(之前一周无)，较 2 月份(75.08 倍)下降；科创板 3 月份新股首日涨幅 69.23%(之前一周 69.23%)，较 2 月份(106.09%)下降；科创板 3 月份新股首日开板估值（TTM-PE，月度中位数）109.19 倍(之前一周 109.19 倍)，较 2 月份(80.46 倍)上升。创业板 3 月份首发 PE（摊薄）43.72 倍(之前一周 46.53 倍)，较 2 月份(68.62 倍)下降；创业板 3 月份新股首日涨幅 16.72%(之前一周 32.90%)，较 2 月份(55.48%)下降；创业板 3 月份新股首日开板估值（TTM-PE，月度中位数）57.66 倍(之前一周 61.5 倍)，较 2 月份(51.29 倍)上升。
- 上周科创板无新股上市，创业板宏源药业、通达海、涛涛车业上市，宏源药业、涛涛车业首日均破发，为今年以来新股市场的首次破发，这一因素使得创业板新股首日涨跌幅数值变为 16.72%（2 月份 55.48%、前一周 32.9%、1 月份 11.27%），是近 6 个月以来的次低点（1 月份最低点为 11.27%）。首批通过上市委审核的 11 只沪深主板新股有 10 只开始发行，两只新股（登康口腔、中重科技）已公布首发 PE。新股市场的机会需要持续关注后续的数据。
- 新股表现回顾：打新收益环比减少 0.48 万元，新股活跃度环比上升

- 以 3 亿元规模 A 类投资者为例，上周打新收益环比减少 0.48 万元。录得正涨幅新股数量占比继续上升，近 6 个月已开板新股周内共有 66 只股票录得正涨幅，其中泓博医药、卓创资讯、星环科技-U、源杰科技等周涨幅超过 15%。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
- 2023 年 3 月：茂莱光学（工业级精密光学：半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR）、纳睿雷达（全极化有源相控阵雷达系统）；
- 2023 年 2 月：龙迅股份（高清视频桥接及处理芯片）、裕太微-U（以太网物理层芯片）；
- 2023 年 1 月：百利天恒-U（双/多特异性抗体、ADC 药物研发）；
- 2022 年 12 月：微导纳米（ALD 设备）、萤石网络（萤石物联云平台）、杰华特（虚拟 IDM 模式的模拟芯片企业）、山外山（血液净化设备与耗材）。
- 近端待上市重点新股：日联科技（工业级 X 射线智能检测装备）、南芯科技（充电管理芯片及充电协议芯片）、云天励飞（人工智能、AI 方案）。
- 已获得批复新股初筛：海科新源（碳酸酯系列锂离子电池电解液溶剂等）、晶升装备（半导体级单晶硅炉、碳化硅单晶炉等）、阿特斯（晶硅光伏组件）、高华科技（高可靠性传感器）、中科飞测（半导体量测和检测设备）、颀中科技（先进封装测试）、晶合集成（晶圆代工）。
- 远端深度报告覆盖：安路科技、瑞华泰、维峰电子、容知日新、澳华内镜、广立微、华海清科、景业智能、思林杰、何氏眼科等。
- 风险提示：新股大幅波动的风险；新股业绩不达预期的风险；系统性风险

【山证宏观策略】外资周报-外资维持净流入，电子医药电力设备获买入---2023 年第 10 期

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周北上资金净流入 109.5 亿元，连续 9 日加仓 A 股。本周，海外方面美联储加息靴子落地，市场普遍预期本轮紧缩已接近尾声，流动性收紧对外围市场的压制减弱。国内方面，沪深港通股票标的双向扩容，叠加经济复苏预期的逐步兑现，进一步增强外资配置 A 股的动力。展望后市，预计 A 股仍将呈现结构性行情，重点关注人工智能、数字经济和国企改革等主题下的投资机会。
- 本周获得北向资金净买入的前五行业分别为电子、医药生物、电力设备、机械设备、食品饮料，净买入金额分别为 69.49 亿元、34.97 亿元、29.93 亿元、25.9 亿元、21.22 亿元。获得北向资金净卖出的前五行业分别为通信、计算机、煤炭、公用事业、非银金融，净卖出金额分别为 18.54 亿元、16.09 亿元、

15.61 亿元、11.29 亿元、10.45 亿元。

- 以近 30 日外资净流入天数作为衡量近期外资配置“热点”行业的标准，整体来看板块热度分化仍在持续。纺织服饰连续 8 天获净买入，钢铁连续 7 天获净卖出。本周纺织服饰、食品饮料和电子分别有 75%、69%和 66%的个股获得外资净买入，钢铁、煤炭和综合仅有 12%、6%和 0%的个股获买入。近三个月北向资金净买入的行业平均涨跌幅为 7.50%，净卖出的行业为 6.09%，行业配置能力较优。
- 风险提示：数据或存在误差。

【行业评论】电力设备及新能源：1-2 月光伏累计新增装机同比增长 87.6%，产业链下游价格持稳

贾惠淋 jiahuilin@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- **国家能源局：**1-2 月光伏累计新增装机 20.37GW，同比增长 87.6%：3 月 21 日，国家能源局发布 1-2 月份全国电力工业统计数据。截至 2 月底，全国累计发电装机容量约 26.0 亿千瓦，同比增长 8.5%。其中，风电装机容量约 3.7 亿千瓦，同比增长 11.0%；太阳能发电装机容量约 4.1 亿千瓦，同比增长 30.8%。1-2 月光伏累计新增装机 20.37GW，同比增长 87.6%，已接近 2022 年 1-5 月累计装机容量。
- **四部门：**加快风电、光伏发电建设开发：3 月 23 日，国家能源局、生态环境部、农业农村部、国家乡村振兴局发布《关于组织开展农村能源革命试点县建设的通知》指出，在保护生态的基础上，加快风电、光伏发电建设开发。充分利用农村地区空间资源，积极推进风电分散式开发。结合屋顶分布式光伏开发试点工作推进，鼓励利用新建住宅小区屋顶、厂房和公共建筑屋顶、农民自有建筑屋顶、设施农业等建设一定比例光伏发电。深入推进交通领域电气化，鼓励加快推进公共交通工具电气化，推广家用新能源电动汽车，保障电动汽车充换电基础设施建设。
- **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、光伏等优势产业领先地位：3 月 23 日，工业和信息化部党组成员、副部长辛国斌主持召开重点行业协会座谈会强调，着力稳住汽车、消费电子等大宗消费，努力扩大家电、家居、绿色建材消费。要推动产业体系优化升级，加快改造升级传统产业，巩固新能源汽车、光伏、移动通信、电力装备等优势产业领先地位，培育壮大新能源、新材料等新兴产业，前瞻性布局未来产业。
- **国家能源局：**积极推进油区内风电和光伏发电分布式开发：3 月 22 日，国家能源局印发的《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案（2023-2025 年）的通知》指出，要统筹推进陆上油气勘探开发与风光发电。充分利用陆上油气田风能和太阳能资源禀赋较好、建设条件优越、具备持续规模化开发条件的优势，着力提升新能源就地消纳能力。重点推进大庆、长庆、胜利、塔里木、新疆、华北等油田风电和光伏发电集中式开发。在油气矿区及周边地区，积极推进油区内风电和光伏发电分布式开发。

➤ 价格追踪

- **多晶硅价格：**根据 InfoLink 数据，本周多晶硅致密料均价为 216 元/kg，较上周下降 1.8%。从活跃度来看，本周有新订单成交的企业仅有 3 家，签订的为部分补单和散单。本周成交较为清淡，主要因为各硅料企业 3 月份订单基本均已签订完毕，大多企业均处于订单执行期。硅料价格延续缓跌态势，主要是因为硅片企业开工率已经达到了相对高位，对硅料的新增消化量逐步平缓。我们预期短期硅料环节将维持供给略大于需求的关系，买卖双方谈判回归理性，硅料价格持续小幅下行。
- **硅片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 150um 的 182mm 单晶硅片均价 6.45 元/片，较上周增长 1.1%。本周包括主要龙头厂家在内的现货供应价格均在本期出现明显调涨，高纯石英砂影响单位时间内硅片的合格品率，在硅料价格未明显下行的背景下，对短期硅片价格形成支撑已经是行业共识。一线硅片企业有石英砂和坩埚备货，且有锁量不锁价的协议，价格上涨头部硅片企业最为受益。长期来看，我们维持硅片涨价空间有限，且价格会随着硅料价格持续下行而松动的判断。
- **电池片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 M10 电池片（转换效率 23.0%+）均价为 1.08 元/W，较上周持平；210mm 电池片（转换效率 23.0%+）均价为 1.10 元/W，较上周持平。硅片价格连续两周上涨的背景下，电池片价格因为组件接受度有限而维稳。G12 尺寸电池片价格持续高于主流 M10 尺寸：一方面，许多项目将在四月开始拉货，组件的交期临近，同步提升对 M10 与 G12 电池片的需求；另一方面，当前市场追求高效率与高瓦数，在 M10 尺寸高效电池片未能充分满足需求时，下游对 G12 尺寸产品的需求提升，但 G12 电池片供应有限。我们认为，较早布局大尺寸高效电池片及电池新技术的企业，全年盈利能力有保障。
- **组件价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182mm 单面 PERC 组件均价 1.73 元/W，较上周持平；182mm 双面 PERC 组件均价 1.75 元/W，较上周持平。TOPCon 组件价格为 1.83 元/W，较上周下降 1.1%。从国家能源局披露的前 2 个月的累计装机增速及出口情况来看，光伏基本面景气度已超预期。且随着后续产业链价格下行，国内外需求释放速度会进一步加快。
- **投资建议**
 - **本周硅料价格下降、硅片价格上涨、电池片和组件价格持平。**当前产业排产饱满，我们对全年需求预期维持乐观。短期光伏产业链股价波动与基本面背离，大多数公司估值低至 15 倍以下，处于低位，看好辅材以及新技术方向，建议积极布局。重点推荐：爱旭股份、海优新材、福斯特、通威股份、隆基绿能，积极关注：石英股份、鼎际得、博菲电气、林洋能源、大全能源、美畅股份、东方日升、晶盛机电、天洋新材。
- **风险提示**
 - 光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险

【山证煤炭】行业周报：-大秦线春检在即，神华兖矿延续高分红（20230320-20230326）

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 动态数据跟踪

➤ **动力煤：**传统淡季下，煤价弱稳运行。本周产地端供应以稳为主；进入三月下旬，大部分地区供暖结束，南方八省电厂日耗低位运行，与去年同期持平；非电煤耗方面，制造业和建筑业 PMI 进入扩张区间，新建房市场重回上升，水泥、化工等非电耗煤有所回升。价格方面，传统淡季效应下煤炭交投转弱，煤炭采购以长协保供为主，港口煤价维持弱稳。库存方面，瓦日线检修叠加大秦线春季集中检修在即，港口煤炭调出高于调入，北方港口及长江港口煤炭库存均有所减少。展望后期，两会后稳经济政策有望进一步落地，工业用电及非电用煤需求仍有增长空间，同时，低基数下生活用电需求也有望增长；另外，安全生产形势趋紧或成为常态，国内产地产量的增长空间有限，随着气温回升，国际煤炭需求供需或偏紧，进口煤增量预期仍存变数，预计动力煤价格回落幅度有限，或将重现淡季不淡行情。截至 3 月 24 日，广州港山西优混 Q5500 库提价 1230 元/吨，周变化-3.91%。3 月秦皇岛动力煤长协价 724 元/吨，环比 2 月下跌 3 元/吨，本周长协挂钩指数中 NCEI、BSPI、CCTD 分别周变化 0%、0%和-0.5%。广州港山西优混与印尼煤的库提价价差 89 元/吨，周变化-33.58%，外贸煤价格优势持续减弱。3 月 24 日，北方港口合计煤炭库存 2439 万吨，周变化-1.69%；长江八港口合计煤炭库存 563 万吨，周变化-0.53%。

➤ **冶金煤：**进口增量预期引导煤价偏弱，但港口库存延续下行。本周冶金煤煤矿生产正常，供应基本稳定，三四月传统建材需求旺季，下游生产积极，3 月 24 日，全国建材成交量 19.41 万吨，高于上周均值 14.45%；同时，港口冶金煤库存继续下行，但受进口增量影响，国内焦煤价格有所回调，冶金煤价格跟随下行。后期，焦煤矿山安监形势严峻形式常态化，国内冶金煤供应增加有限，两会后稳经济利好预计加大力度实施，下游需求有望继续增长，随着美国加息节奏放缓，国际需求恢复或导致国际焦煤需求增长，国内进口仍存变数，冶金煤价格或将维持高位。截至 3 月 24 日，山西吕梁主焦煤车板价 2250 元/吨，周变化-2.17%；京唐港主焦煤库提价 2500 元/吨，周持平；阳泉喷吹煤 1635 元/吨，周变化-4.11%；日照港喷吹煤 1698 元/吨，周变化-4.26%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 355.5 美元/吨，周变化-13.05%。截至 3 月 24 日，六港口炼焦煤库存 164.3 万吨，周变化 13.96%；国内独立焦化厂、全国样本钢厂炼焦煤总库存环比上周分别变化-2.62%、1.16%；全国样本钢厂喷吹煤库存环比上周变化-2.10%。样本独立焦化厂焦炉开工率 74.2%，周变化-0.4 个百分点。独立焦化厂焦炉开工率 74.6%，环比上州提高 0.1 个百分点。

➤ **焦、钢产业链：**钢厂开工继续提高，焦化利润改善。本周，产地焦企开工率小幅回调，但下游钢厂开工率继续提升，铁水产量随之增加，焦炭日耗回升。港口焦炭库存开始下降，焦煤价格下跌改善了焦炭利润状况，本周焦炭价格维稳运行。后期，预计复产节奏延续，焦炭需求仍有增加空间，同时低

库存下焦炭价格弹性增加，预计焦炭行情偏强运行。截至3月24日，一级冶金焦天津港平仓价2910元/吨，周持平；焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）630元/吨，周变化29.10%，焦化利润有所恢复。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存周变化分别为-4.02%、-2.05%；四港口焦炭总库存182.3万吨，周变化0.28%；全国样本钢厂高炉开工率82.73%，周变化0.44个百分点；全国市场螺纹钢平均价格4265元/吨，周变化-2.27%；35城螺纹钢社会库存合计837.57万吨，周变化-2.44%；螺纹钢生产企业库存279.7万吨，周变化-0.52%。

➤ **煤炭运输：**船少需增，沿海煤炭运价上涨。本周北方港口连日大雾影响封航，运力供应减少，周转缓慢，瓦日铁路检修叠加大秦线检修在即，市场快船需求增加，沿海煤炭运价继续回升。运力减少也导致了环渤海四港货船比反弹。截止3月24日，中国沿海煤炭运价综合指数888.4点，周变化14.57%；环渤海四港货船比19.80，周变化47.76%。鄂尔多斯煤炭公路运输长途运输价格指数0.27元/吨公里，周变化-3.57%，短途运输价格指数0.93元/吨公里，周变化-1.06%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ **本周煤炭板块小幅反弹，跑赢上证指数。**煤炭(中信)指数周变化0.58%，子板块中煤炭采选II(中信)周变化0.49%，煤化工II(中信)周变化1.16%。个股方面，潞安环能、大有能源、靖远煤电、恒源煤电、电投能源涨幅靠前；煤化工个股大部反弹，宝泰隆、辽宁能源、云煤能源涨幅靠前。

➤ **本周观点及投资建议**

➤ **国内市场方面，最近煤矿生产以稳为主，需求方面下游制造业和建筑业PMI重回扩张区间，建材成交较好，水泥、化工等下游开工维持高位，非电用煤增加部分抵消了天气回暖影响，但1-2月进口煤增量较大影响市场情绪，周内国内动力煤市场价格弱稳运行。**库存方面，瓦日线检修叠加大秦线春检在即，港口拉运尚可，煤炭调出大于调入，库存开始下行。冶金煤生产供应也较稳定，下游复产提速，钢厂、焦化厂开工率高位，原料需求增加，钢、焦产业链煤炭库存仍然偏低，但国际金融市场动荡影响下，市场交易经济衰退预期，国际煤价偏弱，叠加澳煤进口预期，双焦期货下行，炼焦煤和焦炭也弱势运行。后期，生产方面安监趋紧有望延续，国内煤炭产量的增加空间有限。且两会后，预计稳经济政策加大力度落地，工业用电及非电用煤需求增长空间仍存，而国内经济活动恢复，低基数下生活用电需求也有望增长，预计国内煤炭需求增加可期。另外，随着欧美银行危机缓解，美元加息节奏放缓，国际煤炭市场有望重新活跃，印尼、蒙古煤价整体向上调整，我国煤炭进口的边际成本增加，2023年煤炭进口仍存变数，煤炭行业景气度有望维持。随着市场调整，煤炭股板块动态估值仍然偏低，叠加高股息率水平，板块后期安全边际较高，有较高的配置价值。配置建议如下：预计3-5月份煤炭价格博弈加剧，行业进入布局期，关注几类标的。第一，央企国企价值临重估风口，煤炭全产业链龙头中国神华和潜在增量且被低估的中煤能源或将受益。第二，随着年度业绩预告释放，部分超预期标的动态估值较其他可比公司偏低，修复可期，如靖远煤电和恒源煤电。第三，山西焦煤具备稀缺增量，旺季料将有所表现。第四，在3-5月的市场环境下，陕西煤业、山煤国际、潞安环能、平煤股份等高弹性标的把握波段是关键。第五，海外能源价格仍具备上涨逻辑，产能分布广泛、长协占比较低以及未

来仍具备增量预期的充矿能源和未来煤炭增量空间居前且有望受益海外能源价格反弹的广汇能源需等待时机。

➤ **风险提示**

- 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【公司评论】硅烷科技(838402.BJ)：硅烷科技（838402.BJ）年报点评-硅烷气新能源领域应用持续扩张，半导体硅材想象空间较大

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述：**

- 2022 年公司分别实现营业收入/归母净利润 9.53/1.89 亿元，同比分别+32.16%/+149.64%，EPS 为 0.74 元/股。Q4 分别实现营业收入/归母净利润 2.14/0.42 亿元，同比分别+13.36%/+711.55%。

➤ **事件点评：**

- **硅烷气量价齐升带动公司营业收入和净利润增长。**（1）2022 年公司硅烷气量价齐升，硅烷气业务占比进一步提升。产销量方面，公司进行硅烷生产系统工艺改进，硅烷气产量同比增加了 21.52%，销量约为 1820 吨；价格方面，2022 年公司硅烷气均价增长 70.03%。（2）价格的提升推动毛利率提升，公司 2022 年气体业务毛利率由 2021 年的 24.02%提升至 31.34%。（3）除销售费用率略有上升外，其他期间费用率均有不同程度的下降，2020-2022 年期间费用率逐年下降，分别为 13.74%/11.58%/7.17%。综合以上因素，公司归母净利润随营业收入的增长而增长，2022 年同比增速达 149.64%。
- **硅烷气供不应求现状有望延续，公司硅基负极市场空间进一步拓展。**硅烷气主要有新能源、半导体、面板 3 大行业应用，（1）电池片镀膜方面，2022 年我国电池片产量达 318GW，N 型电池渗透率目前不足 10%，2023 年有望提升至 20%；（2）硅碳负极 CVD 法方面，硅基负极出货量按照硅基负极出货量的 15%测算，2022 年约为 2.15 万吨，硅碳负极有望提升至 30%左右，同时 CVD 法代替物理研磨渗透率逐步提升；（3）半导体电子特气国产化率提升空间和需求较大；（4）面板下游客户惠科电子、华星光电扩产带动产能小幅扩张。总体来看，2023 年供不应求现状将延续，2022 年 11 月 26 日，公司与溧阳天目先导电池材料科技有限公司签订了《战略合作协议》，公司拟为天目先导或其项目公司长期稳定地提供硅烷供应，硅基负极市场空间进一步拓展。
- **技改后三氯氢硅实现全自供，半导体硅材想象空间较大。**公司目前区熔级多晶硅试验产品经检测各项指标已基本达到国外指标，并已初步完成下游厂商验证工作。多晶硅需求稳定增长，预计到 2025 年国内及全球区熔级多晶硅棒的年使用量将分别达到 400 吨和 4,000 吨，按照现有规模情况预计，到 2025

年全球存在 1,000 吨的缺口。募投项目预计年产 500 吨高纯多晶硅，其中区熔级多晶硅 300 吨，电子级多晶硅 200 吨，2022 年 6 月，500 吨半导体硅材料募投项目建设完成主体施工并开始安装设备，11 月上旬开始投料，并于中下旬正式出炉，多晶硅有望成为公司远期增长点；此外，硅烷装置冷氢化系统技改项目达产后，在间接增产硅烷气约 1,300 吨的同时，富余三氯氢硅产能约 2.7 万吨可直接对外销售。

- **市场地位领先，硅烷气业务持续扩张。**公司市场地位领先，氢气方面，是周边区域内唯一的生产型氢气供应商，在当地气体市场中具有不可替代的作用；硅烷气方面，为国内首家能够规模化生产电子级硅烷气的公司，打破了国外企业在国内的垄断地位，国内市占率达到 32.56%，积累了 TCL 华星、隆基股份、惠科电子、京东方、爱旭股份、东方日升等一批市场领先的重要客户。公司扩产 3500 吨硅烷三期项目于 2022 年三季度启动，并于 11 月与赛鼎宁波签订了年产 3500 吨硅烷项目总承包合同（EPC），预计 2023 年 12 月建工完成，硅烷气业务持续扩张。
- **投资建议：**公司主营业务为氢硅材料产品的研发、生产、销售和技术服务，主要产品为氢气（工业氢/高纯氢）与电子级硅烷气。可比公司包括金宏气体、华特气体、和远气体、凯美气体，可比公司 2022 年平均 PE 为 47.57 倍（金宏气体、华特气体、和远气体、凯美特气 2022 年 PE 分别为 47.16/49.59/52.05/41.46 倍），公司 2022 年 PE 为 24.33 倍，较可比公司存在一定的折价。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.86/1.24/1.46，对应公司 3 月 24 日收盘价 14.18 元，2023-2025 年 PE 分别为 16.6/11.5/9.7 倍，上调至“增持-A”评级。
- **风险提示：**控股股东不当控制风险；安全生产及环保风险；关联方资金依赖及资金断裂的风险；客户集中风险；宏观经济波动风险

【公司评论】顺鑫农业(000860.SZ)：顺鑫农业 2022 年年报点评-22 年公司经营承压，23 年业绩改善可期

周蓉 zhourong1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司公布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 116.78 亿元，同比减少 21.46%，实现归母净利润-6.73 亿元，同比减少 758.08%；其中 22Q4 实现营业收入 25.72 亿元，同比减少 21.07%，实现归母净利润 -7.01 亿元，同比减少 160.00%。业绩符合前次预告。
- **事件点评**
- **22 年疫情下高档酒承压较重，金标陈酿助力中档酒表现亮眼。**公司 22 年受新冠疫情反复影响，白酒全年实现收入 81.09 亿元，同比减少 20.70%。分产品看，高档酒实现收入 6.73 亿元，同比减少 36.22%；中档酒实现收入 13.56 亿元，同比增长 4.00%；低档酒实现收入 60.79 亿元，同比减少 22.71%。高/中/低档酒分别占营业总收入 5.76%/11.61%/52.06%，较 21 年同期+0.30/+0.38/-6.56pts。22 年疫情下（主要

是北京地区)消费场景受损,高档酒销量承压较重;低档酒受新国标及竞争格局影响,亦有所承压;同时 22H2 新品金标陈酿逐步推广,在江苏、广东、安徽、新疆等地区表现亮眼,实现销量 1.1 万千升,在其助力下中档酒营收表现相对亮眼。22 年公司猪肉业务(养殖+屠宰)实现收入 27.23 亿元,同比减少 24.40%,生猪价格承压拖累猪肉板块盈利水平。总体而言,白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块,占比公司全年营业收入分别为 69.44%/23.32%,同比-5.88/+5.52pcts。22 年房地产业务实现收入 6.76 亿元,同比减少 21.75%,公司房地产业务持续去化。

- **白酒提价助力毛利率提升,猪肉房地产业务拖累净利率。**公司 22 年毛利率为 31.73%,同比+3.83pcts。其中 22Q4 毛利率 34.96%,同比+3.32pcts。22 年白酒相关产品提价助力全年毛利率提升。公司 22 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.77%/7.36%/1.37%,同比+2.94/+1.54/+0.24pcts,销售费用率上升主要系增加新品投放力度所致。公司 22 年公司资产减值共计 6.42 亿元,主要系北京项目房价下跌所致,致使公司全年净利率承压。从现金流看,截至 22 年末公司合同负债为 38.65 亿元,环比 22Q3 +22.2 亿元,经营活动逐步向好。
- **23 年传统&金标双轮驱动,边际改善值得期待。**23 年公司将持续推进传统陈酿、金标陈酿两大核心单品共同发力,实现“新工艺白酒”与“纯粮固态白酒”的双轮驱动,在稳固传统陈酿大单品的市场地位同时,为下一个战略单品金标陈酿的升级提供基础支撑,从而进一步树立牛栏山“纯粮、陈酿、更地道”的品牌和品质标杆。公司白酒主业营收增长有望触底回升,长期聚焦主业,期待下一步结构升级与市场精耕取得新成效,公司业绩有望持续实现稳步增长。
- **投资建议**
- **根据公司 22 年经营业绩,我们略调整公司盈利预测:**预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 135.99/156.23/177.94 亿元,同比增长 16.4%/14.9%/13.9%。归母净利润 6.35/9.42/12.18 亿元,同比增长 194.3%/48.3%/29.3%,EPS 分别为 0.86/1.27/1.64 元,3 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 36.1\24.3\18.8,维持“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- 消费恢复不及预期;行业竞争加剧;公司改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期;食品安全问题等。

【山证金融&衍生品】招商银行年报点评-业务发展稳健,资产质量改善可期

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件:**公司发布 2022 年年报,营收 3448 亿元、同比+4.1%,PPOP 2227 亿元、同比+3.8%、归母净利润 1380 亿元、同比 15.1%,加权平均 ROE 17.06%、同比+0.1pct。Q4 营收 799.5 亿元、同比、环比-6.8%,归母净利润 310.9 亿元、同比、环比-17.1%。

- **规模稳健扩张，息差略有承压。**全年利息净收入 2182 亿元、同比+7.0%，为收入增长的主要带动项。全年生息资产平均余额 9.08 万亿元、同比+10.5%，其中贷款 5.85 万亿元、同比+9.1%，零售/对公/票据贴现分别同比+5.8%/+10.5%/+19.2%，零售业务受经济放缓影响较大。净息差 2.40%、同比-8BP，主因系成本较高的零售/对公定期存款平均余额分别达 9137 亿元、1.75 万亿元，同比+43.3%、+18.2%。全年非息收入 1265 亿元、占比 36.7%，占比同比-1.7pct。手续费及佣金收入 942.75 亿元、同比-0.2%，其中财富管理手续费同比-14.3%，为主要拖累项。投资收益 178.63 亿元、同比-3.4%。
- **不良生成略有提升，表内外涉房资产规模压缩。**全年不良生成率 1.15%、同比+0.2pct。年末不良贷款率 0.96%、同比+0.04pct。涉房贷款不良率大幅提升 2.67pct 至 4.08%，为资产质量主要拖累项。年末表内涉房资产 4633 亿元、同比-9.41%，表外涉房资产 3003 亿元、同比-27.1%。
- **投资建议：**公司全年业绩基本符合我们此前的预期。在经济复苏及资本市场回暖的假设下，公司信贷、财富管理等主营业务有望实现稳健发展；涉房业务明显压缩，资产质量或将改善。当前股价对应 2023E P/B 0.87x，仍处近 5 年以来的极低位置，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**资产质量恶化，资本市场波动加剧，宏观经济下行等。

【山证机械】中海油服（601808.SH）2022 年报点评-海外业务不断突破，全年工作量有望维持增势

王志杰 wangzhijie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司披露 2022 年年报。**2022 年公司实现营业收入 356.6 亿元，同比+22.1%；实现归母净利润 23.5 亿元，同比+651.2%。其中，22Q4 实现营业收入 114.1 亿元，环比+26.3%；实现归母净利润 2.9 亿元，环比-69.9%。
- **事件点评**
- **营收创新高，其中油技收入贡献提升，钻井服务边际恢复，区域布局成效显著。**公司 2022 年新签海外合同/协议总金额创历史之最，有效提振业绩。从细分行业来看，钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探采集和工程勘察服务分别实现收入 103.5 亿元、196.0 亿元、37.3 亿元、19.9 亿元，同比分别+17.8%、+29.9%、+12.6%、-2.1%，收入贡献为 29.0%、55.0%、10.5%、5.6%。从地区来看，国内收入 293.8 亿元，海外收入 62.7 亿元，同比分别+19.5%、+35.9%。就海外业务而言，公司中标伊拉克东巴格达南油田 32 口井钻井总包项目和艾哈代步油田修井机日费项目，在加拿大斩获大额度钻完井一体化服务合同，增产业务在印尼实现重要突破。
- **毛利率/净利率为 12.3%/7.0%，同比-4.1pct/+5.9pct。**2022 年，物料消耗、原材料价格、分包支出等成本均有所上升，公司毛利率 12.3%，同比-4.1pct，各细分业务毛利率均有所下滑。公司净利率 7.0%，同比+5.9pct，主要是因为资产减值损失同比减少 19.9 亿元，占收入的比重从 6.91%降至 0.06%。公司

重视成本管理，推动“三单”核算管理、利润/成本中心划分等降本举措落地，有望逐步提升盈利能力。

- **2023 年全球石油行业上游资本支出预期继续增长，公司工作量有望维持增势。**从油价来看，IEA 认为 2023 年国际原油价格宽幅震荡并较长时间处于中高位。从上游资本开支来看，IHS Markit 预计 2023 年全球上游资本支出约 5,612 亿美元，增幅为 12.42%；据中海油发布的 2023 年经营策略，预计 2023 年资本支出预算总额为 1,000-1,100 亿元，较 2022 年实际资本支出增加 0-10%，其中，勘探、开发、生产资本化和其他资本支出预计占比约 18%、59%、21%和 2%。整体来看，2023 年，公司工作量有望维持增势。
- **投资建议**
- **预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 33.6/40.5/47.4 亿元，同比分别增长 42.8%/20.6%/17.0%，对应 EPS 分别为 0.70/0.85/0.99 元，对应于 3 月 24 日收盘价 14.91 元，PE 分别为 22.2/18.4/15.8 倍。维持“买入-A”的投资评级。**
- **风险提示**
- **国际油价大幅下行；下游需求不及预期；境内外业务拓展及经营风险**

值周研究员：

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

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

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

