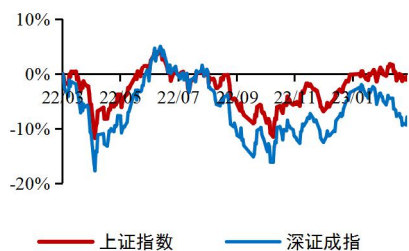


信义山证汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 22 日 星期三

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	3,255.65	0.64
深证成指	11,427.25	1.60
沪深 300	3,982.38	1.10
中小板指	7,464.89	1.45
创业板指	2,337.26	1.98
科创 50	1,030.19	0.47

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,560.60	0.98
纳斯达克综合	11,860.11	1.58
标普 500	4,002.87	1.30
巴黎 CAC40	7,112.91	1.42
德国法兰克福	15,195.34	1.75
DAX		
日经 225	26,945.67	-1.42
恒生指数	19,258.76	1.36

资料来源：最闻

【今日要点】

【山证宏观策略】中观高频周报-工业修复趋缓，上游价格回落 --- 2023 年第 7 期

【山证金融&衍生品】保险行业 2 月保费点评-低基数效应下单月保费同比高增，关注负债端的持续复苏

【山证机械】海天精工（601882.SH）：22 净利率提升 3pct 至 16%，龙门加工中心营收同比+30%

【山证化工】万华化学（600309.SH）年报点评：成本上行致业绩承压，加大资源投入保障未来成长

【宏观策略】大盘震荡走强



【今日要点】

【山证宏观策略】中观高频周报-工业修复趋缓，上游价格回落 --- 2023 年第 7 期

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **主要工业开工指标涨跌互现：**上周，开工率指标走势分化。进入 3 月份后，工业生产修复斜率明显放缓，开复工率绝对值水平基本与去年同期持平。钢材供应回暖，上游唐山钢厂高炉开工率上行 3.18 个百分点至 57.94%；下游螺纹钢开工率上行 1.31 个百分点至 47.54%。化工行业方面，除涤纶长丝外主要开工率指标均有回落，其中江浙织机 PTA 产业链负荷率跌至 67.28%，结束节后连续回升趋势。汽车轮胎开工分化，全钢胎开工率小幅回升至 68.85%，半钢胎开工率续降至 73.37%。基建方面，沥青装置开工率 30.70%，环比下降 2.10%；水泥发运率 42.81%，环比上涨 1.05%。
- **上游价格整体下跌：**上周，外部金融风险事件持续发酵，导致海外衰退预期上行以及市场避险情绪升温。受此影响，原油、有色期货等大宗商品价格明显回落，商品市场对海外经济预期转弱。原油价格方面，WTI 原油现货价环比大幅下跌 12.96%；IPE 布油期货结算价格环比下跌 12.09%。有色期货价格普遍下降，LME3 个月铜、铝、铅、锌期货官方价分别环比下跌 1.71%、0.78%、0.29%、0.67%。钢材价格整体回落，螺纹钢、高线、热轧板、冷轧板、普中板价格分别环比下跌 1.82%、1.95%、2.86%、1.44%、0.44%。化工品价格方面，PVC、PTA 市场价环比下降 1.35%和 1.87%；烧碱价格降至历史低位，上周环比下行 5.53%。
- **其他高频数据表现。**库存去补各半：主要钢材品种加速去库，螺纹钢、线材、热轧板、冷轧板、普中板库存持续下降；煤炭、水泥与化工品小幅累库，或指向供给增长和需求偏弱。客运维持高位：室内交通方面，上周一线城市日均拥堵延时指数为 1.79，地铁日均出行人数 922.29 万人次，环比小幅回升；长途客运方面，上周国内平均执行航班 11679 架次，国际航班平均为 336 架次，航空领域运输能力仍在恢复。二手房成交回落，商品房销售回升：二手房销售方面，全国二手房成交面积回落至 274.38 万平方米，但仍高于往年同期水平；价格方面，一、二、三线城市二手房出售挂牌价指数均有小幅回落。商品房销售方面，30 城商品房成交面积回升至 353.60 万平方米，一线城市领涨。拿地方面，土地市场成交热度仍处低位。进口快速恢复，出口持续低迷：波罗的海干散货指数续升至 1535 点，环比增长 7.79%，近一个月的持续回升或指向全球供应链的迅速恢复；CCFI 指数延续同比负增趋势，其中综合指数同比下降 69.93%，外需仍然疲软。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，海外需求超预期萎缩

【山证金融&衍生品】保险行业 2 月保费点评-低基数效应下单月保费同比高增，关注负债端的持续复苏

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **整体：2月上市险企原保费收入：寿险同比+15.4%，产险同比+25.3%**
- 2月：上市险企寿险业务（国寿+平安寿+太保寿+新华+人保寿+太平寿）原保费收入合计 1229 亿元、同比+15.4%；产险业务（人保产+平安产+太保产+太平产）原保费收入合计 723 亿元、同比+25.3%。
- 1-2月：上市险企寿险业务（国寿+平安寿+太保寿+新华+人保寿+太平寿）原保费收入合计 5874 亿元、同比+0.4%；产险业务（人保产+平安产+太保产+太平产）原保费收入合计 1925 亿元、同比+10.1%。
- **寿险保费同比增速最高：2月人保寿(+53.0%)，1-2月人保寿(+5.1%)**
- 2月寿险保费增速：人保 104 亿元(同比+53%)、国寿 438 亿元(同比+28.8%)、太平 81 亿元(同比+20.9%)、平安 324 亿元(同比+7.1%)、新华 112 亿元(同比+6.2%)、太保 171 亿元(同比-5.1%)。
- 1-2月寿险保费增速：人保 1353 亿元(同比+5.1%)、国寿 2459 亿元(同比+1.9%)、太平 464 亿元(同比-0.1%)、平安 405 亿元(同比-2.4%)、新华 698 亿元(同比-5.6%)、太保 496 亿元(同比-7.1%)。
- **产险保费同比增速最高：2月太保产(+34.5%)，1-2月太平产(+23.8%)**
- 2月产险保费增速：太保 134 亿元(同比+34.5%)、人保 390 亿元(同比+24.6%)、平安 179 亿元(同比+21.3%)、太平 20 亿元(同比+19.9%)。
- 1-2月产险保费增速：太平 57 亿元(同比+23.8%)、太保 367 亿元(同比+18.5%)、人保 1002 亿元(同比+9.2%)、平安 500 亿元(同比+5.1%)。
- **春节错位影响致使寿险、产险单月保费增速处于高位。**1-2月累计数据来看，产险景气度高于寿险，我们判断系2月汽车销量同比+13.6%影响下新车车险销售增加。各险企1-2月寿险保费增速分化较大，国寿仍然稳健，平安略显承压，新华、太保降幅较大。
- **投资建议：**寿险业务复苏的持续性值得关注。我们认为在代理人规模企稳、人均产能提升、银保持续发力及销售产品结构变化等因素影响下，险企寿险业务仍有望迎来弱复苏。平安已于3月16日发布年报，显示资本市场波动对其2022年业绩影响明显，我们认为这或是上市险企的共性。在总投资收益率逐步回升的假设下，险企短期业绩亦有望明显改善。基于负债端复苏情形及资产端弹性表现，我们依次推荐中国平安、中国人寿和中国太保。
- **风险提示：**代理人持续流失、资本市场波动加剧、长端利率下行等。

【山证机械】海天精工(601882.SH)：22净利率提升3pct至16%，龙门加工中心营收同比+30%

王志杰 wangzhijie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司披露 2022 年年度报告：**报告期内，公司实现营业收入 31.77 亿元，同比增长 16.37%，实现归母净利润 5.21 亿元，同比增长 40.31%；扣非后归母净利润 4.72 亿元，同比增长 37.38%。业绩基本符合预期。
- **事件点评**
- **公司积极拓宽国内外市场，在 2022 年行业需求承压的背景下，营收保持两位数较快增长，且净利润增速大幅高于营收增速。**报告期内，公司的优势产品和优势市场得到进一步巩固和提升。为贴合国家产业发展政策，公司重点发展新能源汽车等行业新赛道，培育新的业务增长点。2022 二季度以后，由于国内市场需求转弱，公司单季度业绩增速有所波动。2022Q1/Q2/Q3/ Q4 营业收入增速分别为 30.87%/11.05%/14.96%/12.37%；归母净利润增速分别为 77.47%/50.40%/28.90%/20.94%。
- **公司期间费用率显著下降，净利率同比提升 2.8pct，盈利能力持续提升。**2022 年，公司毛利率同比提高 1.59pct 至 27.31%，净利率同比提升 2.8pct 至 16.39%。期间费用率同比下降 1.58pct 至 8.8%，其中销售费用率 4.8%，同比下降 0.39pct；管理费用率 5.03%，同比下降 0.31pct；财务费用率-1.03%，同比下降 0.87pct，主要系汇率变动导致汇兑收益增加；研发费用率 3.72%，同比下降 0.43pct。
- **公司专注于中高端数控机床业务，巩固龙头产品优势，进一步提升产品性能和水平，提高制造技术，积极推动国产替代进程。**报告期内，（1）数控龙门加工中心实现营业收入 57.16 亿元，同比增长 29.85%，毛利率同比上升 0.92pct 至 30.95%；（2）数控立式加工中心实现营业收入 26.32 亿元，同比增长 17.53%，毛利率同比提升 4.61pct 至 16.86%；（3）数控卧式加工中心实现营业收入 10.45 亿元，同比下降 24.4%，毛利率同比降低 1.06pct 至 35.06%。公司持续进行功能部件的开发和验证，高速高精度摆头等产品批量应用，电主轴性能持续优化，核心部件的应用积累为后续产品技术升级打下扎实的基础。
- **公司积极开发国外客户，海外区域销售收入同比保持高速增长。**报告期内，公司海外销售收入创历史新高，实现营业收入 3.37 亿元，同比增长 77.66%；海外收入占比提升，由 2021 年的 6.96% 提升至 10.62%，同比提升 3.66pct；海外业务毛利率同比提升 2.62pct 至 35.95%。报告期内，公司重点增加海外市场独立性功能的建设，对海外市场具有更快速的响应，并完成了印度尼西亚参股子公司的筹建，加快全球市场营销布局。
- **持续推进产能布局，聚焦新能源领域及高端数控机床。**报告期内，公司年初新设的新能源事业部逐月持续提升生产能力；5 月，公司取得了宁波北仑小港姜桐岙地块 328 亩土地使用权，并立即开工建设，推进公司高端数控机床智能化生产基地项目；11 月，广东子公司首台机床正式下线，为后续华南区域进一步开拓市场奠定了产能供应保障。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司作为国内数控机床龙头，自主研发中高端数控机床打破国外技

术垄断。同时加强国内外市场的开拓和管理能力，贴合市场进行产品规划调整，巩固技术优势，深化开拓下游市场以及海外客户，拓展新的收入增长点，未来业绩有望保持较快增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.1 亿元、7.5 亿元、9.3 亿元，同比分别增长 16.4%、24.3%、23.6%，EPS 分别为 1.2 元、1.4 元、1.8 元，按照 3 月 21 日收盘价 31.96 元，PE 分别为 27.5、22.1、17.9 倍，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

- 风险提示：下游行业增长不及预期的风险；行业竞争加剧风险；核心技术失密风险；新产品开发的不确定性风险；外部环境存在不确定性的风险。

【山证化工】万华化学（600309.SH）年报点评：成本上行致业绩承压，加大资源投入保障未来成长

程俊杰 chengjunjie@sxzq.com

【投资要点】

- 公司披露 2022 年年报，实现营业收入 1655.65 亿元，yoy+13.76%，归属母公司股东的净利润 162.34 亿元，yoy-34.14%。其中，Q4 实现营业收入 351.45 亿元，yoy-8.04%，环比-14.91%；归属净利润 26.25 亿元，yoy-48.59%，环比-18.6%。
- 受大宗原料及能源价格上涨，业绩增收不增利。随着聚醚多元醇销量提升、PO/SM 装置及多套精细化学品装置投产，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列的主要产品销量增加，产量分别为 416 万吨、450 万吨、98 万吨，同比分别+3.88%、+12.57%、+24.11%；销量分别为 418 万吨、454 万吨、95 万吨，同比分别+7.44%、+16.4%、+24.52%；受全球大宗原料及能源价格上涨影响，产品成本上涨幅度大于收入增长幅度，毛利率同比下降，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料毛利率分别为 24.45%、3.74%、27.63%，较上年同期分别-10.62pct、-13.35pct、+6.38pct；根据百川盈孚，截至 3 月 20 日，聚合 MDI 15775 元/吨，yoy-13.09%，22 年均价为 17084.76 元/吨；纯 MDI 18800 元/吨，yoy-18.26%，22 年均价为 20640 元/吨；TDI 17975 元/吨，yoy-7.35%，22 年均价为 18235.78 元/吨。主要原料纯苯、动力煤、cp 丙烷 22 年均价分别为 8125 元/吨、1136 元/吨、737 美元/吨，同比+14%、+21%、+14%。
- 公司加大资源投入，竞争力持续提升。2022 年公司研发投入 34.20 亿元，同比增长 7.95%，资本开支 326.15 亿，同比增长 21.49%。聚氨酯业务方面，截至 2022 年末公司在烟台拥有 110 万吨/年 MDI、30 万吨/年 TDI 装置，在宁波拥有 120 万吨/年 MDI 装置，在匈牙利 BC 公司拥有 35 万吨/年 MDI、25 万吨/年 TDI 装置，在福建拥有 40 万吨/年的 MDI 装置、10 万吨/年 TDI 装置；石化业务方面，以 100 万吨/年乙烯及 75 万吨/年丙烷脱氢装置为源头，实现产业链联动和价值链协同，公司实现自主开发 POE 等技术产业化，规划在烟台实施的 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目目前正在有序稳步建设中；精细化学品及新材料业务方面，ADI 市场占有率持续提高，TPU 产品结构持续优化，PMMA 业务国内市场份额持续扩大，膜材料业务不断拓展在家用净水、钢铁、光伏新能源等领域的应用，PC 产业链全

线贯通，高端产品占比进一步提升，致力于打造电池化学品和电池材料产业链。

- **双碳战略稳步推进，ESG 行动进一步夯实可持续发展根基。**未来公司将坚持走绿色低碳安全的可持续发展道路。聚焦绿色回收，布局环保产业链，以强劲研发实力、持续扩大的 MDI 产能优势以及聚碳酸酯（PC）全产业链优势，进军硬泡回收、循环托盘、塑料回收领域；立足可持续材料研发，开展技术攻关，聚焦零碳社区、无醛空间、生物基和生物降解材料等应用场景，实现可持续发展；加大对新能源电池材料以及绿色能源材料的研发投入，积极跨界布局上游风电、光伏等新能源及下游电池材料、光伏和风电材料等业务领域，与隆基绿能签订战略合作协议，全方位协同光伏、氢能、建筑光伏一体化、新材料等多领域的深度合作。

➤ 投资建议

- 我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 187.6/218.22/244.88 亿元，对应 EPS 为 5.97/6.95/7.80 元，目前股价对应 2023-2025 年 PE 为 16.2/14/12.4 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

- 下游需求不及预期的风险、项目投产不及预期的风险、原料价格大幅波动的风险。

➤

【宏观策略】大盘震荡走强

李孔逸 likongyi@sxzq.com

➤ 走势回顾：

- 三大指数高开，开盘震荡上行，午盘后走高。截止收盘，沪指报 3255.65 点，涨 0.64%；深成指报 11427.25 点，涨 1.60%；创指报 2337.26 点，涨 1.98%。行业指数多数上涨，消费者服务（+3.39%）、食品饮料（2.64%）和商贸零售（+2.48%）领涨；银行（-0.31%）、钢铁（-0.46%）、建筑（-0.70%）领跌；总体来看，两市个股普遍上涨，超 4100 只个股上涨，成交额回落至 8934 亿元。

➤ 市场焦点：

- **A 股人气上升，热点题材轮动，成长板块热度上升。**板块方面，受国资委发声支持军工企业消息影响，军工板块高开，随后高位震荡；银行、电力、公共事业等板块冲高回落；新能源、有色金属、化工等板块午盘后走高；建筑、钢铁板块全天震荡走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回升至 35 家，连板家数 8 家，热点持续性回升，赚钱效应反弹。
- **我们认为，近期风险事件影响正在弥合，A 股短期震荡，中长期走强的预期不变。**短期内，瑞信由瑞银实行并购，加拿大银行、英国银行、日本银行、欧洲央行、美联储和瑞士国家银行宣布采取协调行动，通过现有的美元流动性互换安排加强流动性提供，有效降低了市场对流动性风险的预期。结合美 3 月通胀符合预期，美联储激进加息的预期进一步降低。同时，国外流动性风险也促使资金回流中

国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据和央企改革等领域的关注度。鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 2 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 3 月如因硅谷银行、瑞士信贷事件减少或停止加息，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，市场正在震荡中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、信创和新能源等）+基本面修复弹性较大的行业（通信、养殖、高端制造和医药医疗等）有望持续收获较优表现。

➤ **风险提示：全球经济衰退风险，美联储加息超预期，疫情持续超预期**

值周研究员:

平海庆 执业登记编码: S0760511010003 电话: 010-83496341 邮箱: pinghaiqing@sxzq.com

李召麒 执业登记编码: S0760521050001 电话: 010-83496307 邮箱: lizhaoqi@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

