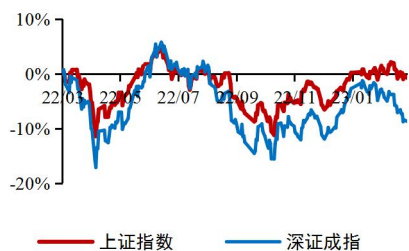


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 21 日 星期二

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	3,234.91	-0.48
深证成指	11,247.13	-0.27
沪深 300	3,939.08	-0.50
中小板指	7,358.19	0.12
创业板指	2,291.92	-0.08
科创 50	1,025.32	0.94

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,244.58	1.20
纳斯达克综合	11,675.54	0.39
标普 500	3,951.57	0.89
巴黎 CAC40	7,013.14	1.27
德国法兰克福	14,933.38	1.12
DAX		
日经 225	26,945.67	-1.42
恒生指数	19,000.71	-2.65

资料来源：最闻

【今日要点】

【宏观策略】热点周报-瑞士信贷暴雷，央行降准

【行业评论】证券 II：行业周报（20230313-0317）-全面降准释放流动性，关注券商板块机会

【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-2022 年裕元集团鞋履制造业务量价齐升，毛利率同比改善

【行业评论】化学原料：新材料周报-新材料板块调整，两会建议加大“限塑”政策力度

【山证新股】瑞华泰（688323.SH）：嘉兴部分新产能即将落地，公司步入快速发展通道

【山证化工】扬农化工（600486.SH）年报点评：原药销售大幅增长，业绩再创新高

【宏观策略】A 股冲高回落



【今日要点】

【宏观策略】热点周报-瑞士信贷暴雷，央行降准

李孔逸 likongyi@sxzq.com

【投资要点】

➤ 周度观察：

- **A 股指数走势分化，创业板指以-3.24%领跌，上证指数上涨 0.63%。**风格来看，全部风格均上涨，稳定以 3.93%领涨，周期以-1.90%领跌。综合看全球的情况，外盘普遍下跌，英国富时下跌 5.33%。商品端普遍回调，仅黄金上涨 3.93%，原油下跌 13.48%。行业来看，热点持续性较强，传媒(+5.74%)、建筑(+5.37%)和计算机(+4.57%)排名靠前，汽车(-3.19%)和电力设备及新能源(-5.70%)领跌。

➤ 热点跟踪：

- **金融政策：**3 月 17 日，人民银行发布消息称，为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点(不含已执行 5%存款准备金率的金融机构)。此次降准为全面降准，除已执行 5%存款准备金率的部分法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。
- **行业热点：**当地时间 3 月 15 日，瑞士信贷银行在欧洲市场的股价出现“断崖式”下跌。据彭博社报道，瑞士央行和该国金融监管机构发表联合声明称，瑞信将在必要时获得流动性支持，市场稍感安抚，瑞士信贷股价有所反弹，但最终以下跌 14%收盘。当地时间 3 月 16 日，瑞士央行同意向瑞士信贷提供 500 亿瑞士法郎（约合 537 亿美元）的贷款以增强其流动性。当地时间 3 月 18 日，多家外媒报道称，瑞银(UBS)正在讨论全面或部分收购瑞士信贷(Credit Suisse)，这两家瑞士最大的银行的董事会将于本周末分别开会，以考虑自金融危机以来欧洲最重要的银行业合并。
- **3 月 15 日，受硅谷银行暴雷影响，美国金融机构还处于不稳定状态，排行 14 的美国第一共和银行(FRC)信用评级被国际信用评级机构下调至“垃圾级”，接着大批客户开始不受控制地挤兑和收回第一共和银行的资产，3 月 16 日股价下跌已经高达 36%。**3 月 16 日周四美股尾盘，摩根大通、花旗等美国大型银行宣布向第一共和银行注入 300 亿美元流动性，消息传出后，第一共和银行股价涨幅扩大至超 12%。
- **整体来看，市场受全球风险时间影响，震荡幅度较大，避险情绪趋强。**相关热点上涨超过 5.5%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%)、专业工程精选指数(+5.89%)、网络游戏指数(+5.63%)、虚拟人指数

(+5.61%)、陆股通轻仓(+5.58%)、快手平台指数(+5.52%)。

➤ 市场策略：

- 我们认为，目前 A 股受风险事件影响短期震荡回调，但是支撑有力，中长期走强的预期不变。短期内，第一共和、瑞士信贷在硅谷银行之后爆发风险事件，带动全球流动性风险担忧，美联储已宣布实施相关贷款计划，保障全部储户存款，瑞士央行也发放 500 亿瑞郎相关贷款。结合美 2 月通胀符合预期，美联储激进加息的预期进一步降低。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，未完全反应市场较强预期，国内经济逐步企稳回暖，国内地产政策逐步放松，1-2 月份房价与销量数据均回暖，疫后复苏力度持续增强，均有望带动市场预期的进一步增强。国外流动性风险也促使资金回流中国，人民币汇率回升，美联储有望减缓激进加息，逐渐达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。市场正在逐步走出修复行情，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（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（信创、军工和新能源等）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。

【行业评论】证券 II：行业周报（20230313-0317）-全面降准释放流动性，关注券商板块机会

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- 降准释放流动性，关注市场活跃度提升。中国人民银行上周五发布通知，决定于 2023 年 3 月 27 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，引导金融机构进一步加大对实体经济的支持力度、降低融资成本。同时释放流动性，推动市场活跃度提升，券商板块作为与市场流动性及政策高度相关的行业，有望受益于市场流动性的改善带来业绩提升。
- 衍生品市场统一规范出台。在《期货和衍生品法》的统一监管下，证监会制定部门层面关于衍生品市场的统一规范，对证监会监管的衍生品市场各类活动和主体全部纳入规制范围，加强衍生品市场与证券市场、期货市场之间的监管协同协作，防范套利，促进衍生品市场长期健康发展。同时，上周中金所宣布将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二点三，降低市场交易成本、优化股指期货交易运行，推动期货市场流动性改善。
- 业绩回暖预期下关注券商板块机会。2022 年，受多重超预期因素冲击，证券行业经营业绩短期承压。

全行业 140 家证券公司实现营业收入 3949.73 亿元，同比下滑 21.38%，实现净利润 1423.01 亿元，同比 25.54%。随着业绩的逐步披露，部分证券公司实现相对较好的业绩表现。2023 年以来，宏观经济稳步向好趋势下，主要市场指数提升，市场活跃度相对改善，推动行业基本面提升，同时行业估值仍处相对底部，向下空间较小，建议关注业绩预期差及表现相对较好的个股。

➤ **行业数据：**

- 股市表现：截至 3 月 17 日，创业板指数较年初收跌 2.26%，沪深 300 指数收涨 2.25%。
- 债市表现：截至 3 月 17 日，中债-总全价(总值)指数较年初收跌 0.25%。
- 大宗商品：截至 3 月 10 日，大宗商品指数收于 186.77，较年初收跌 0.95%。
- 交易额：上周成交金额 4.41 万亿元，日均成交额 0.88 万亿元，环比增加 5.76%。
- 新增投资者：2023 年 2 月，新增投资者 167.68 万，月环比 98.48%。
- 股票质押：截至 3 月 17 日，市场质押股 3909.56 亿股，占总股本 5.07%。
- 两融业务：截至 3 月 16 日，两融余额 1.59 万亿元，较上年末上升 2.94%。
- **风险提示：**
- 二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期。

【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-2022 年裕元集团鞋履制造业务量价齐升，毛利率同比改善

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **本周专题：裕元集团发布 2022 年年报**
- **3 月 15 日，裕元集团公布 2022 年报。**2022 年，公司实现营收 89.70 亿美元/+5.1%，其中，制造业务营收为 62.03 亿美元（含鞋履、鞋底、配件及其他业务），同比增长 26.2%，占比 69.2%；宝胜零售业务营收 27.67 亿美元，同比下降 23.5%，占比 30.8%。2022 年，公司实现归母净利润 2.96 亿美元/+157.5%。公司拟派发末期股息 0.70 港元/股，2022 全年派息比率 77%。量价拆分：2022 年鞋履出货量为 2.73 亿双/+14.4%，鞋履平均售价 20.93 美元/双，同比+12.0%，创历史新高。客户结构：公司鞋履制造业务客户包括 NIKE、ADIDAS、PUMA、SALOMON、ASICS 等，2022 年，公司对前两大客户实现收入 22.03、13.75 亿美元，占公司鞋履制造业务比重为 38.6%、24.1%，CR2 为 63%，同比下滑 7pct。产能布局：2022 年，印尼、越南、中国大陆、其他（孟加拉、柬埔寨、缅甸等地）鞋履制造产能占比为 46%、38%、10%、6%，中国大陆产能占比进一步下降。2022 年，公司综合产能利用率为 87%，同比提升 14pct，基本与 2019 年水平相当，其中印尼产能利用率为 84%/+4pct，越南产能利用率 88%/+26pct，中国大陆产能利用率 111%/-5pct。盈利能力：2022 年制造业务毛利率同比提升 2.9pct 至 18.4%，受益于产能利用

率提升、严格的成本管控、美元升值，22Q1-Q4 单季毛利率为 17.1%、17.8%、19.7%、19.2%。展望后续：短期，全球需求疲弱影响订单能见度，加之库存高企，将会影响公司制造业务的短期表现，订单复苏存不确定性。公司将继续积极管理供应链及产能，以平衡需求、订单排程及劳动力供应，以管控风险。公司将继续保持最大的灵活性与敏捷性，以维持效率和生产力，同时善用其核心强项、适应能力和竞争优势以克服任何短期挑战，以保障盈利能力。

- **中长期，公司对制造业务前景保持乐观，需求恢复时，将继续瞄准最佳地区为制造产能进行多元化配置，例如劳动力供应与基础设施能支持永续增长的印尼。**公司将继续秉承以价值增长为优先，并将善用运动休闲及高端化潮流，寻求更多高附加值订单，改善产品组合。
- **行业动态：Inditex 发布 2022 年财报；361 度 2022 年年报；金牌厨柜 2022 年业绩快报**
- **3 月 15 日，快时尚品牌 Zara 母公司 Inditex 集团发布最新 2022 年财报，在截至 1 月 31 日的 12 个月内，Inditex 集团销售额同比大涨 17.5%至 326 亿欧元，按固定汇率计算大涨 18%，与疫情前的 2019 年相比增长 15%，毛利率为 57%，净利润大涨 27%至 41 亿欧元。**按品牌分，核心品牌 Zara 和 Zara Home 去年销售额大涨 21%至 237.6 亿欧元；Pull&Bear 大涨 15%至 21.52 亿欧元；Massimo Dutti 增长 4%至 15.93 亿欧元；Bershka 和 Stradivarius 分别增长 10%和 13%至 23.84 亿欧元和 20.56 亿欧元；Oysho 销售额增长 4%至 6.23 亿欧元。截至报告期末，Inditex 集团在全球 213 个国家和地区拥有 5815 家门店，单店销售在 560 万欧元左右（约合 4096 万元人民币），门店较上一年净减少 662 家，其中 555 家门店是在下半年关闭的。
- **361 度 2022 年年报。**2022 年，公司实现营收 69.61 亿元，同比增长 17.3%，实现归母净利润 7.47 亿元，同比增长 24.2%。分产品看，鞋履、服装产品收入同比增长 12.7%、14.0%至 28.54、24.48 亿元，收入占比为 41.0%、35.2%。361 度儿童收入同比增长 30.3%至 14.42 亿元，收入占比 20.7%。截至 2022 年末，361 度品牌全球门店 6672 家，其中，内地门店 5480 家，第九代形象店以增加至 2664 家，占比为 48.6%。公司电商收入为 16.85 亿元，同比增长 37.3%，占收入比重为 24.2%。
- **金牌厨柜 2022 年业绩快报。**2022 年，公司实现营收 35.52 亿元，同比增长 3.03%，实现归母净利润 2.75 亿元，同比下降 18.53%。报告期，面对复杂经济环境以及地产行业景气度阶段性下行等内外部不利因素，公司坚定围绕全屋、大家居发展战略，积极推进数字化、智能化转型升级，加快推进渠道变革和终端赋能，推动厨、衣、木等多品类的融合发展，2022 年公司营业收入仍实现正增长。为推进全品类、全渠道协同发展，给客户提供一站式全屋及整装家居解决方案，在 2022 年复杂经济环境和地产行业景气度阶段性下行等不利因素背景下，公司持续加大海外、木门、卫浴、宅配等新拓业务的人员和资源投入，2022 年海外、木门业务取得较快增长，此外公司持续推动营销渠道端的变革，为公司未来业绩持续增长提供有力保障。由于海外、木门、卫浴、宅配等新拓业务尚处培育期，前期费用投入较大，营销渠道端新设的平台分公司和办事处人员增加较多，刚性成本支出较大，叠加 2022 年内外部不利因素影响，报告期营业收入增速偏离规划预期，导致净利润有所下滑。

➤ 行情回顾（2023.3.13-2023.3.17）

➤ 本周纺织服饰、家居用品板块均跑输大盘：本周，SW 纺织服饰板块下跌 0.63%，SW 轻工制造板块下跌 1.70%，沪深 300 下跌 0.21%，SW 纺织服饰板块跑输大盘 0.4pct，SW 轻工制造板块跑输大盘 1.5pct。各子板块中，SW 纺织制造下跌 1.28%，SW 服装家纺下跌 1.18%，SW 饰品上涨 2.10%，SW 家居用品下跌 3.43%。截至 3 月 17 日，SW 纺织制造整体法（TTM，剔除负值）计算的行业 PE 为 18.04 倍，为近三年的 25.14%分位；SW 服装家纺的 PE 为 17.26 倍，为近三年的 39.42%分位；SW 饰品的 PE 为 19.94 倍，为近三年的 62.36%分位；SW 家居用品的 PE 为 25.46 倍，为近三年的 33.38%分位。

➤ 投资建议：

➤ 纺织服饰板块，本周裕元集团发布 2022 年报，在海外产能利用率回归正常、承接更多高附加值产品订单情况下，2022 全年鞋履制造企业实现量价齐升，盈利能力同比修复。纺织制造板块继续建议优选生产效率领先、规模优势显著、老品牌份额提升+新品牌持续拓展逻辑清晰的华利集团、申洲国际；23Q2 露营旺季将至，同时建议关注运动户外用品标的浙江自然、牧高笛。品牌服饰方面，本周李宁发布 2022 年年报，2022 年公司经营受到外部疫情影响，零售折扣加深且毛利率下降，但营收增长整体稳健。随疫情消退，公司 1-2 月线下零售流水同比正增长，3 月实现双位数增长。2023 年 1-2 月服装社零整体同比增长 5.4%，行业需求稳步复苏。继续看好运动服饰需求韧性和成长性，建议关注羽绒服龙头波司登，品牌矩阵丰富&抓住细分运动市场的安踏体育，库存压力相对更轻的国潮运动品牌龙头李宁。同时看好中高端黄金珠宝消费的恢复弹性和头部品牌市占率的持续提升，建议关注今年渠道拓展有望加速，黄金品类持续发力的珠宝公司周大生。

➤ 家居用品板块，根据国家统计局，2023 年 1-2 月，我国住宅新开工面积、销售面积、竣工面积分别为 9891 万平方米、1.34 亿平方米、9782 万平方米，同比下降 8.72%、0.56%、增长 9.73%，地产数据全面改善，2023 年 1-2 月，家具社零同比增长 5.2%。春节后二手房市场持续回暖，有望陆续向家居需求传导，家居行业 315 大促活动落幕，龙头家居企业不断升级的多品类整家套餐，线上渠道向线下门店的引流，由于意向订单到实际落地转化存在较长时间，预计 315 活动期间储备订单对家居企业后续工厂出货提供较强支撑，目前时点看好家居需求持续释放和头部家居企业市场份额继续提升。建议积极关注欧派家居、索菲亚、顾家家居、喜临门、慕思股份、金牌厨柜、志邦家居、好太太。

➤ 风险提示：

➤ 地产销售或不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【行业评论】化学原料：新材料周报-新材料板块调整，两会建议加大“限塑”政策力度

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 本周化工与新材料板块调整，子板块普遍下跌。基础化工涨跌幅为-2.59%，跑输沪深 300 指数 2.38%，

在申万一级行业中排名第 28 位。新材料指数涨跌幅为-2.37%，跑输沪深 300 指数 2.16%。观察各子板块，半导体表现较好，其余全部下跌。半导体材料上涨 4.48%、可降解塑料下跌 1.1%、OLED 材料下跌 1.58%、膜材料下跌 3.43%、碳纤维下跌 4.16%、有机硅下跌 5.26%、锂电化学品下跌 5.34%。

- **观察估值，新材料各子板块估值水平处于历史较低水平。**新材料指数市盈率为 22.14 倍，处于近三年 0%分位数水平。有机硅市盈率为 14.61 倍（1%，近三年分位数水平）；碳纤维市盈率为 41.1 倍（0%）；锂电池市盈率为 31.68 倍（0%）；锂电化学品市盈率为 16.83 倍（0%）；半导体材料市盈率为 97.96 倍（15%）；可降解塑料市盈率为 18.48 倍（68%）；OLED 材料市盈率为 105.04 倍（47%）；膜材料市盈率为 49.05 倍（49%）。
- **从交易拥挤度情况看，当前新材料具备显著的配置优势。**本周新材料指数交易拥挤度为 4.78%，处于近两年 6.0%分位数水平，具备显著的配置优势。
- **超两成个股上涨：**上周新材料板块中，实现正收益个股占比为 23.42%，表现占优的个股有康强电子（12.45%）、南大光电（9.54%）、清溢光电（5.99%）等，表现较弱的个股包括江瀚新材（-13.11%）、湖南裕能（-11.16%）、帝科股份（-11.06%）等。机构净流入的个股占比为 16.22%，净流入较多的个股有南大光电（1.99 亿）、沪硅产业-U（1.88 亿）、宇新股份（0.8 亿）等。77 只个股中外资净流入占比为 70.13%，净流入较多的个股有万华化学（3.78 亿）、天赐材料（1.21 亿）、蓝晓科技（0.7 亿）等。
- **行业动态行业要闻：**
- **美联新材：推进钠电正极材料规模化生产**
- **隆基绿能：总投资 77 亿，拟建年产 30GW 高效单晶电池等项目**
- **瀚川智能：获 3.94 亿元锂电设备订单，锂电设备业务实现新突破**
- **丰元股份：正极产能已达 14 万吨，拟 25 亿投建磷酸铁一体化等项目**
- **两会热议“氢能”：明确氢能的能源属性，加快推动现代氢能产业发展**
- **SABIC 推出医用薄壁透明共聚树脂**
- **重要上市公司公告（详细内容见正文）**
- **投资建议**
- **两会建议加大“限塑”政策力度，消费复苏背景下 PLA 需求有望修复。**《中国可降解塑料行业研究报告（2022）》显示，2021 年全球可降解塑料产能约 170 万吨，预计到 2025 年全球可降解塑料产能将增长至 400 万吨。尽管我国生物可降解塑料产业起步较晚，但在政策支持和市场需求双重因素驱动下发展迅速，目前我国已成为全球最大的生物可降解塑料生产国，占世界产能的 60%左右。当前可降解塑料的主流产品主要包括 PLA、PBAT。PBAT 和 PLA 的性能存在差异，下游应用场景有所不同，PBAT 延展性好，主要应用于地膜、一次性塑料袋等领域，PLA 硬度高、具有食品接触安全性，主要应用于吸

管、餐盒等领域，二者在下游领域有互补的关系。长期来看，可降解塑料替代传统石油基塑料趋势不改，在国内消费复苏的背景下，PLA 的下游领域包括吸管、餐具、纤维等领域有望得到修复，建议关注率先突破丙交酯技术、具有完整 PLA 生产工艺且可大规模量产的海正生材，以及募投 7.5 万吨聚乳酸项目、致力于打造聚乳酸全产业链优势的金丹科技。

➤ 风险提示

- 疫情可能引发市场大幅波动的风险；原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【山证新股】瑞华泰（688323.SH）：嘉兴部分新产能即将落地，公司步入快速发展通道

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2022 年年报，2022 全年公司实现营业收入 3.02 亿元，同比减少 5.36%；实现归母净利润 3887.41 万元，同比减少 30.64%；实现扣非归母净利润 2919.13 万元，同比减少 42.68%；基本每股收益为 0.22 元，同比减少 35.29%。

➤ 事件点评

- **2022 年公司业绩有所下滑，主要系消费电子低迷及成本上升所致。**2022 年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润及基本每股收益较去年同期均有不同程度下滑，主要原因是消费电子低迷及成本上升。一方面，受国际形势日趋复杂、疫情反复等原因影响，消费电子市场智能手机应用需求下滑，公司主要产品的市场需求也随之减少。以热控 PI 薄膜为例，该产品收入较上年同期下降 19.7%。另一方面，主要原材料价格、电力单价出现不同程度的上涨，导致公司营业成本上升、利润下降。
- **嘉兴厂区建设项目进度基本符合预期，2023 年有望释放 400-800 吨新产能。**嘉兴厂区 1600 吨 PI 薄膜建设项目是公司 2022 年的重点工作目标，目前土建内容已基本完成，其中 4 条主生产线和各工厂系统主体安装工作基本完成，另外 2 条主生产线正在安装中，各单项工程进入检查阶段，110KV 变电站已通电。受疫情影响，公司的主线调试工作略有滞后，但总体项目进展基本符合预期。预计 2023 年下半年嘉兴厂区可以释放部分产能，初步测算需要达产 50-60%左右可达到盈亏平衡，公司力争 2023 年新增产能 400-800 吨。
- **公司各项在研项目进展顺利，并已具备小规模生产 CPI 薄膜的能力。**公司加快在柔性显示、新能源、集成电路封装、航天应用领域的聚酰亚胺材料等产品研制，其中：①柔性显示用 CPI 薄膜进展顺利，公司已具备小批量生产光学等级 CPI 薄膜的能力，并且持续加大对光电应用的系列产品开发，但 CPI 薄膜形成批量销售还需等待采购时机，公司将继续优化 CPI 薄膜的工艺、产品质量及一致性表现；②

集成电路封装应用的 COF 用 PI 薄膜是与下游应用单位共同进行技术攻关，目前已完成多次评价；③两项 PI 浆料的开发已经完成实验室工作及评价，同时完成中试产线设计，目前在立项阶段；④TPI 柔性基材已完成小样的评价及认证工作，产品将在嘉兴新产线实现量产，空间应用高绝缘 1500mm 幅宽 PI 薄膜进入项目验收阶段。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 5.50、8.03、10.63 亿元，同比增长 82.3%、46.0%、32.3%；分别实现净利润 0.82、1.43、2.21 亿元，同比增长 112.0%、73.5%、54.3%；对应 EPS 分别为 0.46、0.79、1.23 元，以 3 月 17 日收盘价 26.86 元计算，对应 PE 分别为 58.7X、33.8X、21.9X，维持“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险；PMDA 和 ODA 等原材料采购价格波动风险；募投项目实施后新增产能难以消化的风险；新产品拓展导致产品结构变化的风险；消费电子市场恢复不及预期的风险。

【山证化工】扬农化工（600486.SH）年报点评：原药销售大幅增长，业绩再创新高

程俊杰 chengjunjie@sxzq.com

【投资要点】

- 公司披露 2022 年年报，实现营业收入 158.11 亿元，yoy+33.52%，归属母公司股东的净利润 17.94 亿元，yoy+46.82%。其中，Q4 实现营业收入 27.08 亿元，yoy+4.18%，环比-23.44%；归属净利润 1.56 亿元，yoy-24.52%，环比+25.81%。
- 农药行业维持高景气，经营业绩保持稳定。2022 年在俄乌冲突与极端天气影响下，国际粮食价格高涨，农药行业延续 2021 年四季度以来的高景气，优嘉四期一阶段产能释放，全年产量记录再创历史新高，公司原药、制剂产量分别为 9.26 万吨、3.65 万吨，销量分别为 8.74 万吨、3.49 万吨；公司原药、制剂平均售价分别为 10.86 万元/吨、4.86 万元/吨，分别同比+33.24%、+9.4%。公司国内农药市场销售同比增长 9%，国际农药市场业绩大涨，销售同比增长 63%。2022 年的农化行业处在 21 年双控双限的周期修复中，17 年以来的农化产能建设周期结束，产能逐步释放，原药产品价格高位回调，根据百川盈孚，截至 3 月 20 日，草甘膦 3.6 万元/吨，近一年均价为 5.61 万元/吨，yoy-43.75%；高效氯氟氰菊酯 17 万元/吨，近一年均价为 19.92 万元/吨，yoy-26.09%；联苯菊酯报价 21.5 万元/吨，近一年均价为 27 万元/吨，yoy-32.81%；高效氯氰菊酯 16.5 万元/吨，近一年均价为 16.75 万元/吨，yoy-5.71%。
- 公司产业布局进一步优化，分红比例提升。优嘉三期产能全面释放，优嘉四期一阶段项目顺利投产试运行，北方基地项目全力推进。优嘉四期第二阶段项目已完成装置安装，具备试生产条件。此外，优士青山技改等多个项目同步在按计划推进。随着优嘉四期第二批项目产能释放，辽宁优创第一批项目的跟进建设，公司产品布局将得到进一步优化。公司上市后累计分配现金红利 16.95 亿元，占累计募

集资金总额的 1.83 倍，22 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 13.0 元（含税），以未分配利润向全体股东按每 10 股送红股 3 股，分配的现金红利占 2022 年度归属于上市公司股东的净利润的比例为 22.45%，分红比例较上年同期提升 5.97pct。

- **毛利率、净资产收益率同比提升，投资净损失、计提信用及资产减值损失有所影响业绩。**管理费用增加系子公司预计土壤修复费用 1.85 亿元；公司销售毛利率 25.68%，较上年同期增加 2.62pct，原药、制剂毛利率分别为 31.53%、47.06%，较上年同期分别增加 5.35pct、9.45pct；期间费用率 9.1%，较上年同期减少 2.11pct；实现加权净资产收益率 23.18%，较上年同期增加 4.1pct。22 年公司投资净收益为 -1.06 亿元，计提信用减值及资产减值损失 2.68 亿元，主要是已到期的外汇远期结汇业务的结算损失增加和应收账款增加额超过上年同期增加额，相应计提的坏账准备增加。

➤ 投资建议

- 我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 19.29/20.6/23.34 亿元，对应 EPS 为 6.22/6.65/7.53 元，目前股价对应 2023-2025 年 PE 为 17.1/16/14.1 倍，维持“买入-B”评级。
- 风险提示：农化市场需求不及预期的风险、项目投产不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险、利润分配方案仍需通过股东大会审议，尚存在不确定性。

➤

【宏观策略】A 股冲高回落

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- **走势回顾：**
- **沪指高开，深成指与创业板指低开，三大指数开盘震荡上行，午盘后走低。**截止收盘，沪指报 3234.91 点，跌 0.48%；深成指报 11247.13 点，跌 0.27%；创指报 2291.92 点，跌 0.08%。行业指数多数下跌，传媒（+1.94%）、电子（1.68%）和有色金属（+1.29%）领涨；通信（-2.66%）、综合金融（-2.52%）、钢铁（-1.84%）领跌；总体来看，两市个股普遍下跌，超 3100 只个股下跌，成交额回升至 10578 亿元。
- **市场焦点：**
- **A 股人气维持，震荡回落，热点轮动，银行与黄金等避险板块热度维持。**板块方面，受药材价格大幅上涨消息影响，医药板块低开，随后低位震荡；盘中煤炭、建筑、非银行金融等板块冲高回落；通信、计算机、石油石化等板块尾盘走低；从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回落至 21 家，连板家数 7 家，热点持续性偏低，赚钱效应较弱。
- **我们认为，目前 A 股受风险事件影响短期震荡回调，但是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 2 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。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，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。短期风险事件较多，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

