

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2022-12-14

宏观策略

2022 年 12 月 14 日

宏观点评 20221213: 中国防疫优化如何影响美国通胀: 加把火还是泼冷水?

我们认为中国防疫的优化会从需求和供给两个方面影响美国和全球的通胀, 其中 2023 年需求端带来的通胀影响会更大, 下半年以原油为代表的商品价格可能出现明显涨幅。这意味着美国通胀在明年下半年的粘性可能比市场预期的更强, 使得美联储推迟转向降息的时点。从资产角度, 债券在明年下半年的波动上升, 而以原油为代表的商品胜率和弹性都会更高。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20221213: 富淼转债: 水基工业领域服务领先企业

富淼转债 (118029.SH) 于 2022 年 12 月 15 日开始网上申购: 当前债底估值为 69.01 元, YTM 为 2.31%。当前转换平价为 100.69 元, 平价溢价率为 -0.69%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 15.39%。

固收点评 20221213: 优彩转债: 国内再生涤纶短纤维领域龙头

优彩转债 (127078.SZ) 于 2022 年 12 月 14 日开始网上申购: 当前债底估值为 73.61 元, YTM 为 3.37%。当前转换平价为 100.27 元, 平价溢价率为 -0.27%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 20.01%。

固收点评 20221213: 合力转债: 国产叉车行业龙头企业

合力转债 (110091.SH) 于 2022 年 12 月 13 日开始网上申购: 当前债底估值为 90.06 元, YTM 为 2.01%。当前转换平价为 96.46 元, 平价溢价率为 3.67%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 16.11%。

行业

电池回收行业跟踪周报: 折扣系数继续回落盈利提升, 欧盟电池法规落地规定回收率及再生材料使用率目标

与市场不一样的观点: 成长重于周期, 期待供需格局优化盈利回升。市场关心资源品价格对电池回收盈利的影响。我们认为电池回收具备资源价值, 但商业模式本质为再制造, 收入成本同向变动, 利润相对纯资源企业稳定, 而报废量 15 年的持续增长是丰厚的产业红利, 持续成长属性凸显。近期金属波动周期性不强, 锂价维持高位, 废电池折扣系数持续回落, 盈利企稳提升。期待行业出清产能供需平衡, 龙头优势凸显。

环保行业点评报告: 把握疫后复苏主线, 项目复工复产&需求回升, 环保装备&资源化等迎业绩修复

疫后经济复苏预期升温, 环保行业受益于复工复产&需求集中释放。我国疫情防控政策持续优化, “新十条”的落地为稳经济夯实了根基。多地复工复产步伐加快、交通物流有序恢复、产业链供应链阻碍得以疏通。环保行业中在建工程前期受疫情影响进展较慢, 同时运营服务及设备销售类需求释放受阻, 随着经济进入全面复苏阶段, 半导体臭氧清洗设备、资源化、工业气体等细分领域将受益于行业复工复产&下游需求回升。

银行行业点评报告：黎明渐近——11月金融数据点评

宽信用的黎明渐近

推荐个股及其他点评

联创光电（600363）：传统光电龙头转型蓄力，激光+超导开启成长第二曲线

传统光电器件国内领军企业，聚焦三大主业开展转型升级：联创光电成立于1999年，起家于光电器件，于2019年开始逐步转型升级，收缩盈利能力较差的非核心业务，聚焦智能控制器、激光武器和高温超导三大主业。公司已陆续剥离毛利率较低的光缆、铜丝加工、传统电力缆等业务，并已签订意向协议商洽剥离主营背光源产品的联创致光。非核心业务陆续剥离后，公司整体业务布局将更加明晰，盈利能力迎来显著提升。合作中物院十所，打造军用激光武器国内龙头：全球反制无人机市场规模将从2021年8.43亿美元增长至2029年57亿美元，激光武器作为最有效反制无人机方式，市场空间广阔。公司与中物院十所合作，拥有国内最先进激光技术，激光武器核心部件泵浦源、激光器已于2021年4季度量产，并于今年迅速放量，激光武器整机产品光刃I已经完成验收，光刃II也已临近验收。2022Q3公司激光系列产品收入5,042万元，同比增长423%。目前公司3.5亿元产能已处于满负荷生产状态，正加速产能扩建，随着公司产品的陆续销售，预计激光板块将实现高速增长。高温超导技术独步全球，市场需求潜力大：高温超导设备应用于金属热加工领域，相较于传统工频炉可节约超50%电耗，国内高温超导感应加热设备仅设备替换市场空间就近千亿元。公司历时近十年研发成功全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备，首台设备已在中铝东轻举办交付仪式，进一步收获广亚铝业等客户订单，目前公司在手订单超50台。公司积极布局高温超导熔炼炉等应用，有望进一步打开长期成长空间。智能控制器行业增长稳定，汽车电子与高端光耦赋予新动能：公司智能控制器产品应用于高端智能家电，正加速向汽车领域布局，在产品、下游应用与产能端三重发力：1）产品端，公司布局高端光耦，产品技术国内领先。2）下游应用端，公司切入汽车电子领域，借力参股公司宏发电声，成功切入北汽、广汽、比亚迪、奔驰、丰田、本田、吉利等供应体系。3）产能端，公司加速汽车电子智能控制器与高端光耦产能扩充。盈利预测与投资评级：公司加速业务转型升级，聚焦智能控制器、激光及高温超导三大业务板块，产能持续扩充，基于此，我们预测公司22-24年归母净利润分别为3.39/5.16/7.83亿元，当前市值对应PE分别为36/24/16倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：产能扩张进度不及预期；背光源板块业务亏损超预期；线缆等低盈利资产剥离

拓普集团（601689）：事件点评：定增募资用于产能扩张，完成核心客户就近布局

拓普集团发布《2022年非公开发行A股股票预案》，预计发行不超过总股本30%的股票（3.3亿股），募集不超过40亿元资金，用于重庆/宁波前湾/安徽寿县/湖州长兴等多处生产基地产能扩建项目，项目建设周期为18-30个月，完工后能够扩充轻量化底盘/热管理/内饰功能件分别为610/130/310万套，达产后预计带来年化营收合计129.5亿元。

亿纬锂能（300014）：亿纬锂能：拟70亿元扩建44GWh产能，大圆柱产能再加码

公司动力技术布局全面，多元业务增长路径明晰，我们维持公司2022-2024年归母净利润预测38.5/70.0/100.4亿元，同增33%/82%/43%，截至2022年12月12日收盘，公司股价对应PE 48x/26x/18x，考虑到公司产品结构+技术升级，产能进一步加码，我们给予2023年40倍PE，目标价137.2元，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20221213: 中国防疫优化如何影响美国通胀: 加把火还是泼冷水?

2022 年中国输出通缩, 那 2023 年呢? 回顾 2022 年, 如果没有中国的“动态清零”, 美联储勒住通胀缰绳的压力会更大——加息节奏可能更快, 而风险资产面临的下跌压力也会更大。展望 2023 年, 问题可能走向另一端, 随着中国防疫政策大幅优化, 中国需求的复苏会成为市场期待的美联储政策转向的拦路虎吗? 我们认为中国防疫的优化会从需求和供给两个方面影响美国和全球的通胀, 其中 2023 年需求端带来的通胀影响会更大, 下半年以原油为代表的商品价格可能出现明显涨幅。这意味着美国通胀在明年下半年的粘性可能比市场预期的更强, 使得美联储推迟转向降息的时点。从资产角度, 债券在明年下半年的波动上升, 而以原油为代表的商品胜率和弹性都会更高。

疫情形势变化下中国对全球通胀的两个影响途径。一个是传统的需求端, 防控严格程度的上升导致中国需求尤其是进口需求的下降, 拖累全球重要商品的价格, 比如原油和工业金属; 另一个渠道则是通过供给端, 中国作为全球最重要的制造业大国, 疫情管控带来的供应问题可能带来价格上涨压力, 这更多的是涉及工业制成品和中间品的出口。不过值得注意的是, 随着疫情和防疫措施的变化, 这两个途径对于通胀的影响往往是相反的。疫情管控收紧的时候, 需求端的通缩效果更明显。以 2022 年上半年 (尤其是第二季度) 为例, 中国进口的迅速回落明显拖累了大宗商品的价格。其中以原油和铜铝等工业金属为典型。而从供应链角度, 以上海为代表防疫趋严确实造成了全球供应链的阶段紧张, 不过对于国内和国外的价格传导并不明显, 因此中国在 2022 年实际输出的是通缩: 一方面, 国内需求偏弱, 客观上缺乏价格上涨的基础; 另一方面, 供应链的价格传导并不如需求对商品来得那么直接, 企业可以通过库存、订单转移的方式缓解这一冲击, 正好同期海外其他经济供应链的恢复弥补了中国的缺口, 例如 2022 年 3 月越南宣布放开疫情管控, 4 月及之后经济活性出现明显的反弹, 数据上表现为中国的出口份额在今年第二季度明显偏低。不过有趣的是, 中国供给端冲击的意外结果是通胀高出预期的概率上升了。如图 4 所示, 2020 年以来一旦中国疫情出现反复、防控严格程度上升, 导致供应受阻、供应放缓, 美国 CPI 往往会出现超预期上涨。背后的原因可能是, 市场对于中国防疫收紧影响的解读是偏紧缩, 往往会导致预期值偏低。这意味着 2023 年第一季度由于中国疫情的反复, 美国通胀出现超市场预期的概率依旧不小。从 2022 年的经验看, 我们如何看待 2023 年中国疫情大幅优化下美国通胀和美联储政策的节奏以及背后的资产含义? 我们在之前的报告《2023 美国通胀的“上不去”与“下不来”》对明年美国通胀做出了基本预测: 向下的方向基本确定, 关键是斜率如何。中国疫情优化的影响就集中在下半年的斜率上。以能源为代表的大宗商品价格将受支撑, 这可能是明年下半年美国乃至全球通胀最大的风险之一。进口是内需的“温度计”, 随着明年中国经济企稳 (尤其是下半年), 中国进口的改善将成为全球商品企稳的重要基础。从品种上, 预计原油等能源商品的上涨空间更大, 铜等工业金属的上涨会相对温和 (地产投资依旧偏弱, 基建投资增速放缓), 而前者恰恰是美欧等海外经济体通胀的重要影响因素。原油来自中国的两大助力: 出行需求回升的外溢和进口结构的调整。随着中国防疫优化, 预计明年全球航班的飞行量能逐步恢复

到疫情前的水平，阶段性需求甚至可能超过 2019 年的水平。但是供给的不足并未有效解决，无论是航空燃料还是原油的库存都位于历史低位。同时 2023 年中国可能会加大对于非俄罗斯原油的购买。2022 年由于特殊的国际环境，虽然中国整体原油进口下降，但是对于俄罗斯原油的进口逆势上涨。随着中国需求的复苏以及近期中国和阿拉伯国家关系的发展改善，明年非俄罗斯原油进口上涨的空间更大，这对于布伦特和 WTI 油价的拉动会更加明显。我们预计如果明年下半年原油价格逐步回升到 100 美元/桶，美国第四季度 CPI 依旧会保持在 3% 上方。由于适应疫情优化以及应对海外衰退需要时间，我们预计 2023 年下半年中国经济和需求才会出现比较明显的改善，届时市场会更多的关注原油的供需矛盾，叠加美元走弱，油价将出现较为明显的涨幅，根据我们的测算，如果下半年油价重回 100 美元/桶，将使得第四季度美国 CPI 无法跌回 3% 下方，而此前我们预测的基准情形下 2023 年末 CPI 应该回落至 2.8% 左右。中国供应的改善对于缓解美国通胀的作用可能有限。11 月以来国内多个省市组团出海抢订单已经凸显出明年中国将在出口和供给上继续发力，但我们认为这对于明年美国 CPI 的改善可能较有限：一方面，在中国优化防疫之前，全球其他地区的供给恢复得已经较为充分，从全球供应链的压力指数来看，全球供给链较疫情前水平仅是一步之遥，中国供给增加的边际改善效果可能有限；另一方面，中国出口美国的中间品价格传导并不灵敏，叠加明年下半年很可能出现美元相对人民币的贬值（美国的输入性通胀），供应上的通缩效果将较为有限。综合以上分析，这意味着明年下半年美国通胀的粘性会比市场预期的更大。CPI 很可能迟迟难以有效下破 3%，而美联储政策的转向会更加艰难；CPI 持续回落的趋势被打断，美联储转向降息的时点可能会更晚——2023 年底甚至推迟到 2024 年。资产方面，以原油为代表的商品会是有较高胜率和弹性的品种。2023 年商品既可以交易供需基本面的改善，也能交易通胀超预期的顽固。同时我们在之前的报告中提到，商品也是交易美元见顶主题的重要标的（图 9）。债券方面，下半年重新校正美联储利率路径意味着波动会明显上升。明年上半年海外衰退担忧的加持、中国经济在适应疫情阶段的不佳表现以及通胀在商品高基数下回落会成为做多债券的重要时间窗口，但是下半年随着市场根据通胀的粘性重估 2023 年底和 2024 年的利率路径，以及非美经济体（中国、欧洲）经济的复苏逐步明确，债券的波动会明显上升。风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口大幅负增长可能提前到来。疫情反复，严格防控短期难以解除、持续时间拉长。

（证券分析师：陶川 研究助理：邵翔）

固收金工

固收点评 20221213：富淼转债：水基工业领域服务领先企业

事件 富淼转债（118029.SH）于 2022 年 12 月 15 日开始网上申购：总发行规模为 4.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 3.3 万吨水处理及工业水过程专用化学品及其配套 1.6 万吨单体扩建项目、950 套/年分离膜设备制造项目、研发中心建设项目、张家港市飞翔医药产业园配套 7,600 方/天污水处理改扩建、信息化升级与数字化工厂建设项目和补充流动资金。当前债底估值为 69.01 元，YTM 为 2.31%。富淼转债存续期为 6 年，大公国际资信评估有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：

0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+中债企业债到期收益率 8.95%（2022-12-12）计算，纯债价值为 69.01 元，纯债对应的 YTM 为 2.31%，债底保护一般。当前转换平价为 100.69 元，平价溢价率为-0.69%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 06 月 21 日至 2028 年 12 月 14 日。初始转股价 20.26 元/股，正股富森科技 12 月 12 日的收盘价为 20.40 元，对应的转换平价为 100.69 元，平价溢价率为-0.69%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 15.39%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 20.26 元计算，转债发行 4.50 亿元对总股本稀释率为 15.39%，对流通盘的稀释率为 26.63%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计富森转债上市首日价格在 119.16~132.75 元之间，我们预计中签率为 0.0012%。综合可比标的以及实证结果，考虑到富森转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 119.16~132.75 元之间。我们预计网上中签率为 0.0012%，建议积极申购。富森科技是全国功能高分子行业委员会理事长单位，中国环境保护产业协会理事单位，中国膜工业协会会员单位。公司在张家港和南通拥有三家生产工厂，工艺技术处于国内领先水平。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 9.94%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率有所波动，2017-2021 年复合增速为 9.94%。2021 年，公司实现营业收入 14.52 亿元，同比增加 27.98%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 8.66%。2021 年实现归母净利润 1.07 亿元，同比增加 2.23%。公司营业收入主要来源于水溶性高分子、功能性单体、能源外供和水处理膜及膜应用，营收结构稳定。2019-2021 年主营业务收入占营业收入的比重均超过 98%，具有良好的盈利能力和持续发展能力。公司销售净利率维稳，销售毛利率波动下行，销售费用率下降，财务费用率不断浮动变化，管理费用率有所波动。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 7.74%、5.98%、7.53%、9.24%和 7.39%，销售毛利率分别为 25.25%、23.09%、24.89%、25.12%和 19.82%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：陈伯铭）

固收点评 20221213：优彩转债：国内再生涤纶短纤维领域龙头

事件 优彩转债（127078.SZ）于 2022 年 12 月 14 日开始网上申购：总发行规模为 6.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 8 万吨功能性复合型特种纤维技改项目、废旧纺织品综合利用 8 万吨/年（二期）项目和补充流动资金及偿还银行贷款。当前债底估值为 73.61 元，YTM 为 3.37%。优彩转债存续期为 6 年，东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.4%、0.6%、1.2%、1.8%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+中债企业债到期收益率 8.91%（2022-12-09）计算，纯债价值为 73.61 元，纯债对应的 YTM 为 3.37%，债底保护一般。当前转换平价为 100.27 元，平价溢价率为-0.27%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 06 月 20 日至 2028 年 12 月 13 日。初始转股价 7.35 元/股，正股优彩资源 12 月 9 日的收盘价为 7.37 元，对应的转换平价为 100.27 元，平价溢价率为-0.27%。转

债条款中规中矩,总股本稀释率为 20.01%。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。按初始转股价 7.35 元计算, 转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 20.01%, 对流通盘的稀释率为 34.94%, 对股本有一定的摊薄压力。 观点 我们预计优彩转债上市首日价格在 118.66~132.20 元之间, 我们预计中签率为 0.0017%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到优彩转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右, 对应的上市价格在 118.66~132.20 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%, 建议积极申购。 优彩资源在涤纶纤维循环利用领域不断开发新产品、新技术。公司以创新求生存, 以创新求发展, 先后推出了具备有色、异形、抗菌除臭等多种差别化功能型再生涤纶短纤维新产品和具有低碳环保、易热粘结、热稳定性好等诸多优点的功能型复合低熔点涤纶短纤维。2017 年以来公司营收波动增长, 2017-2021 年复合增速为 15.77%。自 2017 年以来, 公司营业收入总体呈现波动增长态势, 同比增长率“V 型”波动, 2017-2021 年复合增速为 15.77%。2021 年, 公司实现营业收入 16.20 亿元, 同比增加 18.83%。与此同时, 归母净利润也不断浮动, 2017-2021 年复合增速为 5.63%。2021 年实现归母净利润 1.01 亿元, 同比减少 25.42%。 公司营业收入主要来源于低熔点纤维、再生有色涤纶短纤维及涤纶非织造布, 营收结构稳定。公司主营业务为涤纶纤维及其制品的研发、生产、销售, 自 2019 年以来, 公司营业收入中主营业务收入占比接近 100%, 分别为 99.74%、98.90%和 99.80%。公司销售净利率和毛利率波动下行, 销售费用率下降, 财务费用率和管理费用率不断浮动变化。2017-2021 年, 公司销售净利率分别为 8.98%、8.36%、5.03%、9.91%和 6.22%, 销售毛利率分别为 19.64%、14.92%、11.18%、17.70%和 12.55%。 风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师: 李勇 研究助理: 陈伯铭)

固收点评 20221213: 合力转债: 国产叉车行业龙头企业

事件 合力转债(110091.SH)于 2022 年 12 月 13 日开始网上申购: 总发行规模为 20.4751 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源电动托盘车、堆垛车征集及关键零部件制造建设项目, 工业车辆离散型制造智能工厂建设项目, 衡阳合力工业车辆有限公司扩建及智能制造南方基地项目, 合力(六安)高端铸件及深加工研发制造基地项目, 蚌埠液力机械有限公司扩建及智能制造基地建设项目。 当前债底估值为 90.06 元, YTM 为 2.01%。合力转债存续期为 6 年, 东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 AA+/AA+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 108.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 3.83% (2022-12-09) 计算, 纯债价值为 90.06 元, 纯债对应的 YTM 为 2.01%, 债底保护较好。 当前转换平价为 96.46 元, 平价溢价率为 3.67%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 06 月 19 日至 2028 年 12 月 12 日。初始转股价 14.4 元, 正股安徽合力 12 月 9 日的收盘价为 13.89 元, 对应的转换平价为 96.46 元, 平价溢价率为 3.67%。 转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 16.11%。下修条款为“15/30, 80%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。按初始转股价 14.4 元计算, 转债发行 20.4751 亿元对总股本稀释率为 16.11%, 对流通盘的稀释率为

16.11%，对股本有一定的摊薄压力。 观点 我们预计合力转债上市首日价格在 114.15~127.17 元之间，我们预计中签率为 0.0067%。综合可比标的以及实证结果，考虑到合力转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 17% 左右，对应的上市价格在 114.15~127.17 元之间。我们预计网上中签率为 0.0067%，建议积极申购。 安徽合力有限公司主要经营叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械、铸锻件、热处理件制造及产品销售，金属材料、化工原料、电子产品、电器机械、橡胶产品销售，以及机械行业科技咨询、信息服务等业务。 2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 16.43%。公司 2021 年实现营业收入 154.17 亿元，同比增加 20.47%，实现归母净利润 6.34 亿元，同比减少 13.40%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2017-2021 年复合增速为 16.43%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 11.65%，同比增长率呈“V”型波动。公司的主要营收构成稳定，叉车收入为主要营收来源。2019-2021 年内叉车业务合计营业收入占比为 99.47%，99.01%，99.03%。公司销售净利率和毛利率稳中有降，销售费用率下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 6.19%、7.36%、7.67%、6.52%和 5.09%，销售毛利率分别为 19.88%、20.31%、21.30%、17.72%和 16.10%。财务费用率和管理费用率较为平稳，销售费用率下降，其中管理费用率占比最大。 风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：陈伯铭）

行业

电池回收行业跟踪周报：折扣系数继续回落盈利提升，欧盟电池法规落地规定回收率及再生材料使用率目标

投资要点 与市场不一样的观点：成长重于周期，期待供需格局优化盈利回升。市场关心资源品价格对电池回收盈利的影响。我们认为电池回收具备资源价值，但商业模式本质为再制造，收入成本同向变动，利润相对纯资源企业稳定，而报废量 15 年的持续增长是丰厚的产业红利，持续成长属性凸显。近期金属波动周期性不强，锂价维持高位，废电池折扣系数持续回落，盈利企稳提升。期待行业出清产能供需平衡，龙头优势凸显。 行业动态跟踪：欧盟《电池法规》敲定，规定废电池回收再生&电池再生材料利用目标。《电池法规》是欧盟“循环经济行动计划”下的一项重要立法，提高电池产品绿色门槛。《法规》对电池的碳足迹、使用再生原材料的比例、产品标识、电池健康状况与寿命的信息开放、回收和再利用等做出严格规定，包括 1) 为生产商设定废电池回收目标：便携式（2027 年底 63%，2030 年底 73%）与轻型交通工具（2028 年底 51%，2031 年底 31%）；2) 锂回收率目标：2027 年 50%2031 年 80%，根据市场和技术可修改；3) 使用再生材料比例：初步设定不低于钴 16%、铅 85%、锂 6%、镍 6%；4) 对电池厂进行严格尽调验证原材料来源等等。 盈利跟踪：废电池折扣系数持续回落，盈利能力企稳提升。我们测算锂电循环项目处置三元电池料（Ni≥15% Co≥8% Li≥3.5%）盈利能力，根据模型测算，本周（2022/12/5~2022/12/9）项目平均单位碳酸锂毛利为 3.61 万元/吨（上周为 2.89 万元/吨），平均单位废料毛利为 0.57 万元/吨（上周为 0.46 万元/吨），锂回收率每增加 1%，平均单位废料毛利增加 0.075 万元/吨。废电池折扣系数持续回落，锂电回收盈利回升。当前锂电回收行

业已经历一轮行业出清，龙头优势凸显，格局改善盈利回升。金属价格跟踪：截至 2022/12/9，1) 碳酸锂价格微降。金属锂价格 294.5 万元/吨，本周同比变动 0%；电池级碳酸锂（99.5%）价格为 56.40 万元/吨，本周同比变动-0.3%。2) 硫酸钴价格微降。金属钴价格为 33.2 万元/吨，本周同比变动-2.1%；前驱体：硫酸钴价格为 5.45 万元/吨，本周同比变动-2.7%。3) 硫酸镍价格微降。金属镍价格为 22.51 万元/吨，本周同比变动+3.9%；前驱体：硫酸镍价格为 3.95 万元/吨，本周同比变动-2.5%。4) 锰价维持，低于 2021 年水平。金属锰价格为 1.74 万元/吨，本周同比变动 0.0%；前驱体：硫酸锰价格为 0.66 万元/吨，本周同比变动 0.0%。折扣系数持续回落。截至 2022/12/9，折扣系数本周继续回落。1) 报废三元正极片（Li≥6%）折扣系数平均 200，本周同比变动-6.0pct；2) 三元极片粉料（Li≥6.5%）折扣系数平均 207，本周同比变动-6.0pct；3) 三元混合粉料（Li≥4%）折扣系数平均 199，本周同比变动-7.0pct；4) 三元电池料（Li≥3.5%）折扣系数平均 196，本周同比变动-6.0pct；5) 三元正极料（Li≥3%）折扣系数平均 193，本周同比变动-6.0pct；6) 钴酸锂正极片（Li≥6%）折扣系数平均 132，本周同比变动 0.0pct；7) 钴酸锂极片粉料（Li≥6.5%）折扣系数平均 140，本周同比变动 0.0pct。投资建议：锂电循环十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展。重点推荐：天奇股份、宁德时代、比亚迪、华友钴业、中伟股份、振华新材、格林美；建议关注：光华科技、南都电源、旺能环境、赣锋锂业、厦门钨业。风险提示：锂电池装机不及预期，动力电池回收模式发生重大变化，金属价格下行，行业竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

环保行业点评报告：把握疫后复苏主线，项目复工复产&需求回升，环保装备&资源化等迎业绩修复

投资要点 疫后经济复苏预期升温，环保行业受益于复工复产&需求集中释放。我国疫情防控政策持续优化，“新十条”的落地为稳经济夯实了根基。多地复工复产步伐加快、交通物流有序恢复、产业链供应链阻碍得以疏通。环保行业中在建工程前期受疫情影响进展较慢，同时运营服务及设备销售类需求释放受阻，随着经济进入全面复苏阶段，半导体臭氧清洗设备、资源化、工业气体等细分领域将受益于行业复工复产&下游需求回升。半导体臭氧清洗设备：臭氧发生器传统下游包括市政供水、城镇污水、工业废水、烟气治理等，疫情频发一方面影响设备的生产销售交付，另一方面影响下游领域设备招标节奏。国林科技新疆乙醛酸项目为公司实现设备切入产品的重要突破项目，受新疆地区疫情防控影响，产能爬坡受阻。随疫情管控全面开放，下游需求恢复，设备生产交付回归正常，新疆项目加速爬坡，公司业绩有望迎来修复。建议关注【国林科技】臭氧设备龙头纵深高品质乙醛酸，国产化助横向拓展半导体清洗应用。酒糟资源化：伴随疫情防控放开，公司在建项目进度恢复&成本有望下行。一方面，公司酒糟饲料项目多布局于四川、贵州等山区，疫情防控时人员管控、设备物流/安装延后从而放缓项目建设进度，提高公司运输、人工&动力费用；另一方面，公司河湖淤泥主业为 G 端模式工程业务，疫情影响减弱后工程进度恢复且财政支付能力有望加强。重点推荐【路德环境】酒糟饲料龙头规划产能 52 万吨超 7 倍扩张，酒糟资源获取加速，产品性价比突出盈利能力有望提升。再生塑料：疫情影响减弱将有助于再生塑料生产恢复、加快产品出口。生产端：管控取消后生产节奏及在建项目进度恢复正常。销售端：考虑再生塑料需求主要聚焦于欧美等海外地区，随全球疫情转好，海外需求有望恢复订单加快释放，

且物流时间、运输成本均有望回归正常水平。重点推荐【三联虹普】尼龙设备&再生聚酯 SSP 技术龙头，受益于聚酰胺 66&再生食品级 PET 需求放量；推荐【英科再生】再生塑料全产业链布局先行，海外项目逐步落地。危废资源化——高能环境：危废资源化优质 To B 赛道，市场化程度高。各地疫情防控严格，工业景气度承压，工业固废产量减少，工业企业盈利下行。同时，物流受阻影响废料全国流转，部分项目新建扩建节奏放缓。优质资源化公司积极应对疫情形势，全力争取完成项目建设目标。随疫情防控全面放开，工业全面复苏，产废量恢复。重点推荐【高能环境】资源化龙头整合赛道，项目开工加快&上游废料增加疫后复苏明显。废电拆解：疫情防控解除后，废电拆解前端回收渠道有望通畅，可下沉到乡镇网点，加大终端回收力度，降低回收成本，提升后端废弃家电拆解量，废电拆解的生产节奏亦有望回归至正常水平。推荐【中再资环】废电拆解龙头，份额有望提升&股东治理逐步理顺。工业气体：制造业复工带动需求上扬，特种气体自主可控逻辑增强。1) 大宗气体：2022 年受疫情反复、宏观经济承压等因素影响，钢材市场需求减弱，钢厂生产动力下滑，导致大宗气体需求较为疲软。随疫后复苏，基建、制造业有望保持高景气，带动大宗气体需求上扬。2) 特种气体：受疫情和经济环境影响，下游电子半导体市场较为萎靡。伴随经济复苏，以及国产品圆厂扩产的高确定性，特种气体需求有望上升。叠加电子特气国产率仅 15%，半导体材料突破自主可控逻辑增强。重点推荐【凯美特气】食品级二氧化碳龙头，发力电子特气 ASML 认证突破在即。传统环保领域：1) 固废：在建工程进度恢复，垃圾量随人口流动性增强而回升；2) 水务：工程和接驳业务随疫情管控放松逐渐恢复，工商业用水量回升；3) 环卫：政府财政支付改善，项目招投标工作有序恢复。风险提示：疫情大规模反弹，复工复产进度及需求恢复不及预期。

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 证券分析师：赵梦妮 研究助理：陈孜文 研究助理：朱自尧)

银行业点评报告：黎明渐近——11 月金融数据点评

事件：11 月社会融资规模增量为 1.99 万亿元，前值为 9079 亿元。M2 同比增长 12.4%，前值 11.8%。1、社融增速回落。11 月存量社融规模 343.19 万亿元，同比增速 10%，较上月回落 0.3 个百分点。新增社会融资规模 1.99 万亿元，同比少增 6083 亿元，主因经济复苏基础不牢固，叠加各地疫情反复，实体融资需求尚未恢复。结构上，政府债、信贷、表外融资拖累减弱。1) 社融口径信贷延续少增。11 月新增人民币贷款 1.14 万亿元，同比少增 1621 亿元。2) 表外融资大幅少减。11 月表外融资减少 263 亿元，同比少减 2275 亿元。其中，未贴现的银行承兑汇票增加 190 亿元，同比多增 573 亿元，信托贷款减少 365 亿元，同比少减 1825 亿元。委托贷款减少 88 亿元，同比多减 123 亿元。3) 政府债同比连续四个月少增。11 月政府债券净融资 6520 亿元，同比少增 1638 亿元。政府债净融资同比连续四个月少增。4) 直接融资同比少增。11 月直接融资 1384 亿元，同比大幅少增 3916 亿元。11 月企业债融资 596 亿元，同比少增 3410 亿元。受 11 月中旬债市调整的影响，企业融资成本上升，11 月信用债取消发行的规模达 799.40 亿元，创近年新高。11 月新增股票融资 788 亿元，同比小幅少增 506 亿元。2、信贷回落。11 月金融机构口径信贷余额同比增速为 11%，较前值低 0.1 个百分点，新增人民币贷款 1.21 万亿元，同比少增 600 亿元。企业贷款整体多增。11 月企业贷款增加 8837 亿元，同比多增 3158 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多减 651 亿元、多增 3950 亿元、少增 56 亿元。企业中长期贷款连续 4 个月保

持多增态势。居民贷款延续少增。11月居民贷款增加2627亿元，同比少增4710亿元。其中短期贷款增加525亿元，同比少增992亿元，主因防疫优化后仍对消费场景、供应链仍存在冲击，居民短期消费受到直接冲击；居民中长期贷款增加2103亿元，同比少增3718亿元，已经连续7个月少增态势。11月房地产市场整体仍然低迷，重点30城成交套数和成交面积同比下降29.59%和24.78%，降幅均较上月走阔。3、M2与M1剪刀差再度走阔。M2、M1增速为12.4%、4.6%，分别较上月变动0.6、-1.2pct。从结构来看，1)企业存款增加1976亿元，同比少增7475亿元。居民存款增加22500亿元，同比大幅多增15192亿元，创同期历史新高。2)财政存款减少3681亿元，同比少减3600亿元。3)非银金融机构存款增加6680亿元，同比多增6937亿元。防疫政策实质优化，政策定调加力稳经济，居民消费有望迎来回弹，房产行业三箭齐发，银行业估值修复延续。受益于疫情防控“新十条”的颁布，国内疫情管制极大程度放松，虽然短期仍会经受冲击，但居民消费和信心提振已经曙光乍现；受益于地产融资“三箭齐发”与稳经济政策实施，房地产预期企稳，预计明年二三季度传导至销售和投资端。货币政策稳健偏松，银行信贷有望持续增长，资产端企稳逻辑不变。建议关注两条主线，一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行，关注杭州银行、江苏银行、常熟银行、成都银行，二是受益于地产修复，迎来困境反转的优质银行，例如平安银行、兴业银行。风险提示：疫情反复，房地产硬着陆，政策对冲力度不足

(证券分析师：胡翔 研究助理：曹志楠)

推荐个股及其他点评

联创光电(600363)：传统光电龙头转型蓄力，激光+超导开启成长第二曲线

投资要点 传统光电器件国内领军企业，聚焦三大主业开展转型升级：联创光电成立于1999年，起家于光电器件，于2019年开始逐步转型升级，收缩盈利能力较差的非核心业务，聚焦智能控制器、激光武器和高温超导三大主业。公司已陆续剥离毛利率较低的光缆、铜丝加工、传统电力缆等业务，并已签订意向协议商洽剥离主营背光源产品的联创致光。非核心业务陆续剥离后，公司整体业务布局将更加明晰，盈利能力迎来显著提升。合作中物院十所，打造军用激光武器国内龙头：全球反制无人机市场规模将从2021年8.43亿美元增长至2029年57亿美元，激光武器作为最有效反制无人机方式，市场空间广阔。公司与中物院十所合作，拥有国内最先进激光技术，激光武器核心部件泵浦源、激光器已于2021年4季度量产，并于今年迅速放量，激光武器整机产品光刃I已经完成验收，光刃II也已临近验收。2022Q3公司激光系列产品收入5,042万元，同比增长423%。目前公司3.5亿元产能已处于满负荷生产状态，正加速产能扩建，随着公司产品的陆续销售，预计激光板块将实现高速增长。高温超导技术独步全球，市场需求潜力大：高温超导设备应用于金属热加工领域，相较于传统工频炉可节约超50%电耗，国内高温超导感应加热设备仅设备替换市场空间就近千亿元。公司历时近十年研发成功全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备，首台设备已在中铝东轻举办交付仪式，进一步收获广亚铝业等客户订单，目前公司在手订单超50台。公司积极布局高温超导熔炼炉等应用，有望进一步打开长期成长空间。智能控制器行业增长稳定，汽车电子与高端光耦赋予新动能：公司智能

控制器产品应用于高端智能家电，正加速向汽车领域布局，在产品、下游应用与产能端三重发力：1) 产品端，公司布局高端光耦，产品技术国内领先。2) 下游应用端，公司切入汽车电子领域，借力参股公司宏发电声，成功切入北汽、广汽、比亚迪、奔驰、丰田、本田、吉利等供应体系。3) 产能端，公司加速汽车电子智能控制器与高端光耦产能扩充。盈利预测与投资评级：公司加速业务转型升级，聚焦智能控制器、激光及高温超导三大业务板块，产能持续扩充，基于此，我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 3.39/5.16/7.83 亿元，当前市值对应 PE 分别为 36/24/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：产能扩张进度不及预期；背光源板块业务亏损超预期；线缆等低盈利资产剥离进度不及预期；高温超导设备市场拓展不及预期

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：王润芝)

拓普集团 (601689)：事件点评：定增募资用于产能扩张，完成核心客户就近布局

投资要点 公告事件：拓普集团发布《2022 年非公开发行 A 股股票预案》，预计发行不超过总股本 30% 的股票 (3.3 亿股)，募集不超过 40 亿元资金，用于重庆/宁波前湾/安徽寿县/湖州长兴等多处生产基地产能扩建项目，项目建设周期为 18-30 个月，完工后能够扩充轻量化底盘/热管理/内饰功能件分别为 610/130/310 万套，达产后预计带来年化营收合计 129.5 亿元。应对新能源渗透率快速提升趋势，订单推动产能持续扩张。根据我们测算公司土地储备达到 5300+ 亩，2022 年 Q3 公司轻量化底盘/内饰功能件/热管理现有产能分别为 300/500/50 万套，在 2021/2022 年公司分别完成一次定增和一次可转债募资，合计扩展轻量化底盘产能 960 万套 (320 万套转向节/控制臂/副车架)。受到在手订单驱动，公司在原有拓展产能的基础上进一步扩张，按照亩产 1000 万元测算，本次建设用地预计在 1300-1500 亩土地。受益于造车新势力的崛起，Tier0.5 模式逐步受到供应链认可。随着特斯拉/比亚迪等为代表的新能源车企崛起，轻量化底盘、热管理、内饰功能件相关的需求大幅增加。造车新势力的产能快速爬坡过程中对于拓普的依赖程度也不断增长。2022 年 11 月 15 日理想汽车和拓普集团签订了战略合作框架协议，在零部件领域开展更加深度的合作，公司的配套单车价值量有望进一步提升。产能实现全国布局，就近配套各大生产基地。公司本次募投生产基地就近配套各大车企客户，包括重庆工厂 (赛力斯、理想汽车等)、宁波前湾 (T 客户、吉利汽车等)、安徽寿县 (蔚来汽车、比亚迪等)、湖州长兴 (理想汽车等)，通过就近建厂配套，能够实现稳定的供货，进一步的提升产品的市场份额，加深下游客户的深度绑定。盈利预测与投资评级：基于核心客户的产能释放节奏调整，我们将公司 2022-2024 年营业预测从 171.69/250.99/340.55 亿元下调为 163.72/234.41/340.17 亿元，同比分别 +43%/+43%/+45%，将 2022-2024 年归母净利润预测从 17.64/26.77/37.54 亿元下调为 17.64/22.97/34.08 亿元，同比分别为 +73%/+30%/+48%，对应 PE 分别为 39/30/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：疫情控制不及预期；需求不及预期；格局竞争加剧超出预期

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

亿纬锂能 (300014)：亿纬锂能：拟 70 亿元扩建 44GWh 产能，大圆柱产能再加码

投资要点 事件：公司发布公告称，拟可转债募资 70 亿元，其中 40 亿用于 23 GWh 圆柱磷酸铁锂电池、30 亿用于 21 GWh 46 系列大圆柱

乘用车动力电池，加码产能支撑后续成长。 加码大圆柱产能，动力+储能双轮驱动。公司加码 21 GWh 大圆柱产能，预计 2023 年年底投产，考虑现有 21 GWh 规划+匈牙利 20 GWh 规划，公司大圆柱规划产能超 60 GWh，其中 7 GWh 预计今年年底投产，2023H2 贡献增量，大圆柱量产领先，体现公司动力领域技术实力；此外，公司新增 23 GWh 铁锂圆柱产能，储能布局再加速。公司目前产能总规划超 400 GWh，我们预计 2022 年底公司产能超 100 GWh，2023 年年底产能超 200 GWh，产能加速落地支撑后续出货翻倍增长。 2023 年电池出货预计翻倍增长，一体化布局推动量利双升。我们预计公司 2022 年出货 30 GWh 左右(三元 9 GWh，铁锂 20 GWh，其中储能 10 GWh)，我们预计 2023 年翻番以上增长至 60 GWh+，其中储能出货预计达 30 GWh，占比提升至 50%，贡献主要增量。盈利方面，公司一体化产能逐步释放，上游碳酸锂权益 2023 年出货预计达 1.2 万吨左右，我们预计贡献利润 10 亿+，中游铁锂、隔膜、电解液等产能开始贡献盈利，随着新增产能投产，我们预计推动公司 23 年电池环节量利双升。 盈利预测与投资评级：公司动力技术布局全面，多元业务增长路径明晰，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 38.5/70.0/100.4 亿元，同增 33%/82%/43%，截至 2022 年 12 月 12 日收盘，公司股价对应 PE 48x/26x/18x，考虑到公司产品结构+技术升级，产能进一步加码，我们给予 2023 年 40 倍 PE，目标价 137.2 元，维持“买入”评级。 风险提示：销量不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶)

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>