

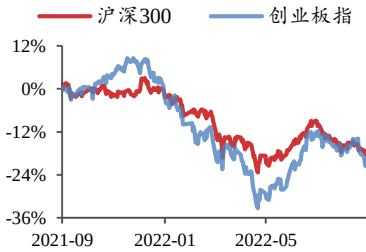
2022 年 09 月 05 日

开源晨会 0905

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	2.256
传媒	2.107
电子	2.013
国防军工	1.943
综合	1.349

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-1.216
食品饮料	-1.132
家用电器	-0.689
电力设备	-0.648
有色金属	-0.607

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】风格切换时机未到，增配成长正当时——投资策略专题-20220904

【策略】逆水行舟，不进则退——投资策略专题-20220903

【固定收益】制造业 PMI 线下回升，月初资金利率边际回落——利率债周报-20220904

【金融工程】大小单重定标与资金流因子改进——市场微观结构研究系列（16）-20220904

行业公司

【建材】二十大召开有望对经济全面部署，关注板块底部机会——行业周报-20220904

【计算机】周观点：疫情影响逐渐缓解，3 季度拐点可期——行业周报-20220904

【地产建筑】8 月百强房企销售降幅收窄，保交楼政策持续推进——行业周报-20220904

【非银金融】7 月重回净申购，资产端逻辑驱动保险估值修复——行业周报-20220904

【食品饮料】中报业绩现分化，复苏主线贯穿全年——行业周报-20220904

【商贸零售】中报披露完毕，零售企业二季度整体经营承压——行业周报-20220904

【化工】国常会部署加快扩大有效需求，“北溪一号”天然气管道无限期关闭——行业周报-20220904

【煤炭开采】北溪-1 断气，全球能源危机再升级，配置煤炭股——行业周报-20220904

【化工】PI 树脂前景广阔，万润股份布局热塑性 PI 树脂——新材料行业周报-20220904

【煤炭开采】北溪管道无限期停运，替代性需求提供煤价向上动能——行业点评报告-20220904

【医药：锦欣生殖(01951.HK)】疫情下周期数仍稳健恢复，生殖+妇儿协同效应好——港股公司信息更新报告-20220904

【煤炭开采：兖矿能源(600188.SH)】澳洲核心资产，助力兖矿能源乘势而上——公司深度报告-20220904

【海外市场：华虹半导体(01347.HK)】估值重回周期底部位置，科创板上市或为催化剂——港股公司信息更新报告-20220904

【汽车：比亚迪(002594.SZ)】8 月销量续创新高，多款中高端新车型即将上市交付——公司信息更新报告-20220904

【煤炭开采：靖远煤电(000552.SZ)】H1 业绩同比大增，资产注入&煤化工&绿电多亮点——公司 2022 年中报点评-20220904

研报摘要

总量研究

【策略】风格切换时机未到，增配成长正当时——投资策略专题-20220904

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002

市场各类风格绝对占优与相对占优的归因分析

金融绝对占优满足：（1）宏观层面，经济上行及宏观流动性收紧；（2）中长期企业贷款需求扩张；（3）10年期国债收益率抬升。金融相对占优：市场防御需求上升时，倘若金融风格中条件符合（2）&（3）相对较强，且估值具有性价比。

消费绝对占优满足：（1）宏观层面，经济上行及宏观流动性收紧；（2）消费能力增强，居民薪资与就业回升；（3）消费信心回升，居民贷款增速明显加快；（4）“PPI-CPI”为负或者趋于收窄；（5）估值处于合理水平。消费相对占优：市场防御需求上升时，倘若消费风格中条件符合（2）~（4）相对较强，且估值吸引。

周期绝对占优满足：（1）宏观层面，经济上行及宏观流动性收紧；（2）中长期企业贷款需求扩张；（3）上游原材料价格上涨，“PPI-CPI”趋于扩张，且估值合理。

成长绝对占优满足：（1）宏观层面，经济阶段性或是趋势性复苏；（2）市场剩余流动性扩张；（3）ERP趋势回落；（4）估值合理；（5）科技产业上行周期加持。国内经济上行周期中，成长风格占优的持续性均超过价值风格；除非估值约束。

成长-价值“趋势性”切换的逻辑与条件

2005~2021年期间成长-价值相互切换共计5次，其中，成长-价值风格的趋势性切换共计两次，均始于“避险需求”，且满足以下条件：（1）经济下行；（2）市场剩余流动性收紧；（3）市场的风险偏好回落（ERP上升）；（4）或估值约束。

成长-价值“暂时性”切换的逻辑与条件

成长-价值的短期“暂时性”切换始于“避险需求”或“估值泡沫”。情形一，宏观经济下行：（1）市场剩余流动性收紧；（2）ERP持续高企或趋于上行；重回成长风格的核心是“加大宏观流动性释放”。情形二，宏观经济“过热”：（1）成长估值过高；（2）10年期国债收益率（贴现率）抬升；（3）ERP趋势上升；重回成长风格的核心是“宏观流动性收紧压力缓和”且成长估值回归合理水平。

本轮成长风格或贯穿2022全年主线

我们判断：成长风格或贯穿2022全年主线。主要基于：一是成长-价值“趋势性”切换的概率较低；二是尚未触及成长-价值“暂时性”切换的条件；三是即便国内经济步入下行，或也仅是“暂时性”切换价值。事实上，成长风格受益于：（1）从宏观、中观到微观的基本面支持；（2）较强的创造现金价值能力（CFROI）；（3）资本及资金青睐；及（4）合理估值。

配置建议：基于“毛利率+营收”双升带来的盈利弹性、较高的实际回报率（CFROI-WACC）、内外资青睐及透支久期合理等四个维度，甄选“新半军”成长风格中的优质赛道：电力设备（储能、光伏、风电）+新能源汽车（电池、电机电控、能源金属）>半导体>军工。

风险提示：（1）工业用电持续疲弱；（2）国内疫情反复；（3）M1掉头回落；（4）国内经济下行概率加大；（5）且宏观流动性释放力度低于预期。

【策略】逆水行舟，不进则退——投资策略专题-20220903

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002

国内经济复苏概率多大？哪些驱动力复苏？路径几何？

国内经济复苏“不进则退”，设立上限“工业用电”回升，复苏可期；反之，设立下限“M1增速”明显回落，则经济衰退概率加大。即便复苏亦将表现出结构性、两级性及曲折性等特征，具体来看：（1）出口具备韧性；（2）制造业有反转可能，但“尚欠东风”；（3）地产风险或贯穿 2022H2；（4）基建贡献大概率低预期；（5）静待消费能力回升。国内经济只有跨越“两道坎”才有望走出“投资-需求”正向循环的持续性复苏。

国内流动性还能复苏多久？是否具备可持续性？

我们站在 A 股市场流动性复苏的初期，趋势上升的概率依然较大。流动性宽松基础是：宽货币“稳地产”或贯穿 2022H2 甚至到 2023H1；流动性增量分两种情况：（1）若国内经济“跨过坎”，短期融资下降+M1 回升+中长期信贷回暖；（2）若国内经济再陷入“衰退风险”，宽货币力度与财政刺激力度均将加大，市场流动性也不会差，但流动性剩余幅度或不及经济复苏的情况。

A 股依然有机会从“反弹”到“反转”，静待：工业用电回升

当前 A 股仍处于“反弹”阶段：流动性宽裕+而基本面“尚欠东风”——逢低配置，但不冒进追高；一旦国内经济跨越了“第一道坎”——或开启“戴维斯双击”，可进攻。

风格会否切换？如何甄选风格下的优质细分赛道？

成长风格或贯穿全年主线：（1）从宏观、中观到微观具备基本面支撑；（2）创造现金能力强（CFROI），且实际回报率更高（CFROI-WACC），将吸引资本青睐；（3）不存在交易过热导致的无增量资金承接问题；（4）亦不存在交易过热导致的“估值泡沫”问题。基于上述四个维度，甄选“新半军”成长风格中的优质赛道：电力设备（储能、光伏、风电）+新能源汽车（电池、电机电控、能源金属）>半导体>军工。

哪些价值具备长期趋势性机会？

一是券商布局正当时：“赔率”受益于流动性扩张周期，“胜率”静待基本面“反转”；二是把握船舶大周期重启的重大机遇：既得益于全球经济后周期的“红利”，又将享受造船自身大规模“新旧迭代”周期的开启；三是重视黄金上升趋势：美国“滞胀”在即，货币属性需求将“先行”；倘若美国“衰退”，货币属性将叠加商品属性呈现需求“共振”。

风险提示 （1）国内工业用电持续疲弱，M1 增速出现明显放慢；（2）国内消费能力长期处于较低水平；（3）房地产风险未能得到有效控制；（4）国内流动性剩余扩张被“打断”；（5）美国“滞胀”、“衰退”概率下降，或对黄金表现形成掣肘。

【固定收益】制造业 PMI 线下回升，月初资金利率边际回落——利率债周报-20220904

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

制造业 PMI 线下回升，美国 8 月非农数据超预期

8 月份，制造业 PMI 为 49.4%，非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 52.6%和 51.7%；国务院常务会议部署充分释放稳经济政策效能，加快扩大有效需求；9 月 2 日北交所正式启动国债发行业务，财政部在北交所首次发行国债 603 亿元。美国 8 月非农就业人口增长 31.5 万人，失业率为 3.7%，市场表现略超预期；欧元区 8 月 CPI 同比增长 9.1%，续创历史新高，食品和能源价格是推高通胀的主要因素。

市场流动性情况监测：月初资金利率边际回落

央行本周（2022年8月29日-9月2日）公开市场操作净投放为零，其中开展7天逆回购100亿元，到期100亿元，执行利率为2.0%；本周发行与到期三月期央行票据互换各50亿元，执行利率为2.35%，下周预计回笼资金100亿元，其中逆回购到期100亿元。

货币市场层面，受月初因素影响，本周资金面边际转松。本周商业银行发行同业存单2811.10亿元，较上周减少719.20亿元，到期2364.60亿元，净融资446.50亿元。银行间质押式回购日均成交额为5.59万亿，环比下降1.14万亿。本周1M、3M、6M期同业存单加权平均发行利率分别为1.43%、1.74%、2.09%，较上周分别下行3.14bp、上行0.66bp、上行7.16bp；9月2日DR001、DR007、DR014分别报收1.16%、1.43%、1.38%，较上周收盘分别下行9.00bp、下行28.00bp、下行25.00bp。

利率债市场跟踪：新发利率债净融资额环比减少，国债收益率小幅震荡下行

一级市场上，本周共发行利率债33只，利率债发行总额3067.30亿元，较上周环比减少1966.92亿元。本周到期利率债1316.37亿元，净融资额1747.44亿元。后续等待发行国债2350.00亿元，等待发行地方政府债569.43亿元，政策银行债210.00亿元，等待发行总额3129.43亿元。

二级市场上，本周国债收益率小幅震荡下行。1年期国债收益率、2年期及5年期中期国债收益率、10年期国债收益率均较上周下行，9月2日较上周收盘分别变化-7.29bp、-7.35bp、-4.09bp、-2.04bp。国债期限利差走阔，10Y国债与1Y国债利差走阔5.25bp，10Y国债与2Y国债利差走阔5.31bp。国债期货价格环比上周收盘上涨，2Y期、5Y期及10Y期国债期货价格较8月26日收盘分别变动+0.12%、+0.23%及+0.28%。

海外债市跟踪：美债收益率全线上行，中美利差倒挂走阔

本周美国国债收益率全线上行，9月2日美国1Y期、2Y期、5Y期及10Y期国债收益率较上周收盘分别上行11bp、上行3bp、上行10bp、上行16bp。中美本周中美利差倒挂持续，且利差进一步走阔，2Y期中美国国债利差-132bp，前值-122bp，利差较上周走阔10bp；10Y期中美国国债利差-58bp，前值-40bp，利差较上周走阔18bp。

风险提示：疫情反复；政策变化超预期。

【金融工程】大小单重定标与资金流因子改进——市场微观结构研究系列（16）-20220904

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏良（联系人）证书编号：S0790121070008

资金流因子的两个关键点：识别与修正

大、小单重定标：逐笔数据包含每笔订单的挂单金额、挂单数量等信息，可用以还原成交订单的挂单信息。我们利用逐笔数据，通过设定44个金额阈值重新划定深市的大、小单来捕捉资金流中的主力行为信息。

MOD修正法：从资金流动力学的角度理解，大单资金流与涨跌幅呈正相关缘自主力资金买卖的不平衡，本文选取买入卖出金额比作为代理变量（IMB），通过截面回归的方法，剥离反转因素的影响以提纯资金流的Alpha信息。NIR_MOD因子相比NIR因子选股能力明显提升，IR由2.63提升至4.76。

资金流的微观结构分解：小单提供流动性支持

（1）我们测试不同金额阈值下NIR_MOD因子的选股表现，结果表明：随着划分大单的金额阈值降低，因子的有效性逐渐减弱，最优的划分阈值并非是20万元，而是更小，例如2万元。低阈值下，NIR_MOD因子在十分组下的多空对冲收益由26.13%提升至32.16%，而多空净值的回撤幅度进一步减小至6.02%。

（2）区分大单和小单的Alpha，本文分别测试大单NIR_MOD和小单NIR_MOD的表现，大单的多空收益可以达到年化25%以上，相比小单收益多出4%左右，资金流的Alpha更多来自主力资金的信息优势而不是小单流动性映射。

（3）主动与非主动标签并未贡献明显的增量信息。依据逐笔数据的Type、Side等字段划定主动与非主动交易，

我们测试后发现基于主动买卖数据构造的大单 NIR_MOD 因子选股效果并未获得改进。

分域测试：小票表现更好，大票主力划定阈值较高

在大票为主的沪深 300 和中证 500 指数成分股中，主力资金的最优划分阈值是不明确的，并且划分金额相对更高，而在中证 1000 以及全市场范围内因子的有效性曲线会更“光滑”。笔者认为这可能与机构拆单行为有关：

(1) 机构在大票上交易更多。根据最新的公募持仓明细，截止 20220630，公募在中证 800 上的持仓集中度达到了 78.27%；

(2) 小票上的委托单拆分金额更小。由于小票的流动性不足，主力资金通常会把大额的委托单拆得更细，而在大票上拆分的颗粒度则会更大一些。

基于大、小单重标结论的资金流因子改进

由参数敏感性测试得知，基于小金额标准（例如，2 万元）识别的主力资金因子表现更好，仅在深市范围内测试，低阈值的 NIR_MOD 因子多头年化收益达到 31.4%，多空 IR 为 4.61，多空净值的整体回撤幅度较小，仅为 3.28%。

为了更便捷地利用上述结论，我们将 Wind 的超大单、大单和中单合并，定义为有定价权的“广义主力资金”，进而在 NIR_MOD 的基础上构造 CNIR 因子。

在全市场上，CNIR 因子的多头年化收益率达到 27.86%，IR 也提升至 4.91；从分域测试效果来看，因子在中证 1000 上表现要优于沪深 300 和中证 500。

风险提示：模型基于历史数据统计，未来市场可能发生变化。

行业公司

【建材】二十大召开有望对经济全面部署，关注板块底部机会——行业周报-20220904

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 陈晨（分析师）证书编号：S0790522040001 | 朱思敏（联系人）证书编号：S0790122050026

二十大召开有望对经济全面部署，关注板块底部机会

水泥行业需求端以弱复苏为主，随着全国各省区水泥错峰停窑计划的持续推进和加强，供给端收缩明显；且在高成本压力下，水泥行业迎来第一轮“涨价潮”，盈利能力边际改善。近期受高温限电以及下游房地产市场需求仍疲软的影响，产销相对平淡，本周玻璃现货价格小幅下降、库存小幅回升；短期来看，下游贸易商和加工企业观望情绪浓厚，新增订单有限；中长期仍需关注需求复苏情况。8 月 31 日召开国务院常务会议，支持地方“一城一策”灵活运用政策工具箱，强调保交楼专项借款和阶段性信贷政策对化解房地产市场风险和提振购房需求的重要性；9 月 2 日，银保监会支持地方发行专项债以及补充中小银行资本应对不良资产反弹，保障房地产融资平稳有序。前期受疫情反复、高温限电以及房企资金端承压等因素的影响，房地产市场仍处于筑底阶段。随着高温雨季等季节性因素消退，项目开工率有望逐步回暖。随着施工旺季临近，叠加 10 月 16 日召开的二十大有望对经济做全面部署，短期内需持续关注房地产需求恢复节奏。且随着下半年消费建材企业上调产品价格，盈利能力有望逐步修复，我们认为议价能力较高、渠道布局多样性且品牌优势突出的消费建材企业或将受益，受益标的：东方雨虹、坚朗五金、科顺股份、三棵树、中国联塑。国务院常务会议强调在用好已有政策性开发性金融工具的基础上，根据实际需求扩大规模；同时放宽政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，抢抓三季度施工旺季，形成更多实物工作量。随着三季度进入施工高峰期以及基建稳增长政策全面蓄力，下半年基建产业链需求有望逐步回暖，受益标的：东方雨虹、科顺股份、三棵树、海螺水泥、华新水泥、伟星新材。受益于“双碳”时代，风电、光伏发电成为能源低碳转型的重要手段；随着风电、光伏步入平价发电时代，产业链景气度有望显著提升，碳纤维、光伏玻璃、玻纤或将会持续受益需求的增长。受益标的：光威复材、中复神鹰、旗滨集团、福莱特、中国巨石、中

材科技。

本周行情回顾

本周（2022.08.29-2022.09.02，下同）建筑材料指数下降 1.45%，沪深 300 指数下降 2.04%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 0.59 个百分点。近三个月来，沪深 300 指数下降 3.72%，建筑材料指数下跌 9.90%，建材板块跑输沪深 300 指数 6.18 个百分点。近一年来，沪深 300 指数下跌 18.45%，建筑材料指数下跌 26.32%，建材板块跑输沪深 300 指数 7.87 个百分点。

板块数据跟踪

水泥：截至 9 月 2 日，全国 P.O42.5 散装水泥均价 383.42 元/吨，环比增加 0.54%；水泥-煤炭价差为 220.37 元/吨，环比下降 2.89%。截至 9 月 1 日，全国熟料库容比 63.73%，环比下降 1.05pct。

玻璃：截至 9 月 3 日，全国浮法玻璃现货均价 1732.53 元/吨，环比下降 18.75 元/吨，降幅为 1.07%；截至 9 月 2 日，光伏玻璃均价为 170.99 元/重量箱，环比增长 0.24%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 2.12 元/重量箱，环比跌幅为 10.12%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 1.54 元/重量箱，环比跌幅为 69.64%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 20.99 元/重量箱，环比跌幅为 2.59%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 104.77 元/重量箱，环比增长 0.42%。

玻璃纤维：截至 9 月 2 日，无碱 2400 号缠绕直接纱主流出厂价为 4500-4850 元/吨，SMC 合股纱 2400tex 主流价为 6550-7550 元/吨，喷射合股纱 2400tex 主流价为 8300-8800 元/吨。

碳纤维：截至 9 月 2 日，全国小丝束碳纤维均价为 207.5 元/千克，环比持平；大丝束均价为 132.5 元/千克，环比持平；碳纤维企业开工率为 67.32%，环比上涨 0.16pct；碳纤维毛利为 48975 元/吨，环比下降 1.61%。

风险提示：原材料价格上涨风险；经济增速下行风险；国内房地产流动性风险蔓延风险；疫情反复风险；基建落地进展不及预期风险。

【计算机】周观点：疫情影响逐渐缓解，3 季度拐点可期——行业周报-20220904

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2022.08.29-2022.09.02，下同），沪深 300 指数上涨 1.64%，计算机指数下滑 0.50%。

周观点：疫情影响逐渐缓解，3 季度拐点可期

（1）疫情影响上半年计算机板块业绩，期待下半年逐渐好转

截至 2022 年 8 月 31 日，计算机板块公司 2022 年中报披露完毕，我们对主要财务数据进行梳理。按照整体法统计，2022H1 计算机板块 248 家上市公司共实现营业总收入 4889.67 亿元，同比增长 7.7%；实现归母净利润 118.87 亿元，同比下滑 43.2%。其中 Q2 单季度收入同比增长 2.1%，归母净利润同比下滑 36.8%。收入增速同比下滑，我们判断一方面由于受宏观经济下行及疫情影响，下游政府及企业市场需求增速放缓；另一方面则由于二季度华东等地区疫情较为严重，部分项目的招投标、实施及收入确认节奏受到影响。利润下滑除收入增速下滑影响外，主要由于计算机板块公司 2021 年人员数量增幅较大，2022 年上半年研发及市场支出同比增加较多，导致期间费用率上升。

（2）卫星应用、工业软件、智能网联汽车等细分板块收入增速亮眼

根据我们对计算机板块主要细分领域的划分，2022H1 收入增速靠前的细分领域依次为卫星应用、工业软件、云计算、智能网联汽车，增速（整体法）分别为 60.4%、15.6%、15.1%、14.4%。2022H1 归母净利润增速靠前的细分领域依次为卫星应用、工业软件，增速（中位数）分别为 39.4%、25.9%。

（3）2022Q2 计算机板块基金配置比重环比略有回升

2022Q2 计算机板块基金配置比重略有回升。根据 Wind 数据统计，2022Q2 基金对计算机行业股票的持仓比例

为 3.44%，环比提升 0.80 个百分点。2022Q2 持股市值排名前十的公司为海康威视、中科创达、广联达、德赛西威、恒生电子、深信服、金山办公、科大讯飞、四维图新、卫士通。

投资建议

(1) 信创板块：推荐海光信息、金山办公、中科曙光、龙芯中科、中国长城、致远互联，受益标的包括中国软件、神州数码、海量数据、卓易信息、东方通、宝兰德等。

(2) 卫星遥感应用：推荐航天宏图、中科星图、超图软件；

(3) 智能网联汽车：推荐中科创达、东软集团、四维图新、道通科技、淳中科技、千方科技、科大讯飞，受益标的包括德赛西威、万集科技等；

(4) 产业互联网：推荐国联股份、中控技术、中望软件、宝信软件、赛意信息、鼎捷软件、爱科科技等；

(5) 云计算：推荐金山办公、中科曙光、用友网络、广联达、石基信息、明源云、福昕软件、泛微网络、致远互联、普联软件、浪潮信息，受益标的的新开普等；

风险提示：政策推进不及预期；IT 投入不及预期；行业竞争加剧。

【地产建筑】8 月百强房企销售降幅收窄，保交楼政策持续推进——行业周报-20220904

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

核心观点：8 月百强房企销售降幅收窄，保交楼政策持续推进

在高温天气、国内疫情多点散发影响下，8 月市场信心恢复仍低于预期，克而瑞百强房企销售金额同比降低 32.9%，降幅有所缩窄。在 7 月政治局会议后，“保交楼”成为地方政府推进房地产行业健康发展的重要举措之一，多地陆续成立纾困专项基金，在项目层面推动保交付行动。多重措施作用下，需求端悲观情绪或将逐步修复，但市场的全面恢复仍需时日。我们预计后续政策面持续宽松，在中期业绩发布后，作为拿地主力的央企和信用逐渐修复的优质民企市场份额将进一步提升，板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

政策端：保障性住房政策持续推进，多地优化公积金政策

中央层面：财政部表示将在 2022 年建成保障性租赁住房 83.9 万套，地方推行“一城一策”，利用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。银保监会将继续保障房地产融资平稳有序，保交楼、稳民生。

地方层面：福州、青岛、威海、惠州等地持续优化购房公积金政策，郑州实施“1+8 郑州都市圈”住房公积金实行互认互贷政策。多低放宽限购政策，苏州吴江区全面放开限购，首套不限购。富阳发布限购放松及契税补贴新政，杭州户籍或有杭州社保者即可在富阳购买住房。各地纾困基金正在平稳推进，绍兴将采用“国企出资+金融机构并购贷款”设立房地产稳保基金。

市场端：二手房市场同比持平，土地成交面积同比下降

销售端：2022 年第 35 周，全国 64 城商品住宅成交面积 426 万平米，同比下降 26%，环比增加 18%；从累计数值看，年初至今 64 城成交面积达 14185 万平米，累计同比下降 36%，一二线城市走势较好于三四线。全国 23 城二手房成交面积为 127 万平米，同比增速 1%，前值 7%；年初至今累计成交面积 4433 万平米，同比增速-24%，前值-24%。

投资端：2022 年第 35 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 4527 万平方米，成交土地规划建筑面积 2772 万平方米，同比下降 6%，成交溢价率为 1.2%。一线城市成交土地规划建筑面积 41 万平方米，同比下降 66%；二线城市成交土地规划建筑面积 1278 万平方米，同比增加 108%；三线城市成交土地规划建筑面积 1453 万平方米，

同比下降 34%。东莞、无锡、厦门完成第三次集中土拍。

融资端：国内信用债发行同比环比减少，海外债无新增发行

2022 年第 35 周，信用债发行 15 亿元，同比减少 82%，环比减少 83%，平均加权利率 4.12%，环比增加 103BPs；海外债无新增发行。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

【非银金融】7 月重回净申购，资产端逻辑驱动保险估值修复——行业周报-20220904

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

本周（2022.08.29-2022.09.02，下同）观点：7 月偏股基金重回净申购，资产端逻辑驱动保险估值修复

保险股连续两周跑赢沪深 300 指数。从非银中报看，券商和保险基本符合我们预期，板块整体估值处于历史低点，充分反映全年盈利下降预期，后续股市或宏观经济改善有望催化板块估值修复机会。7 月全市场偏股基金重回净申购，3 季度基金申购有望弱复苏，偏股基金新发虽然不及过往两年峰值水平，但 2022 年基金新发仍优于 2019 年；券商板块推荐景气度较强的互联网券商赛道，中长期看，财富管理主线仍将受益于居民财富迁移；保险板块推荐业绩超预期、景气度较强的中国财险，受益标的中国人寿资产端弹性明显，负债端表现优于同业，受益于资产端改善。

券商：中期业绩符合预期，7 月全市场偏股基金重回净申购

（1）本周日均股票成交额 8460 亿，环比-17%，新成立股+混基金 121 亿，环比+15%，单周保持在百亿以上。8 月偏股/非货基金新发份额 406/1686 亿，环比-47%/+33%，扣除同业存单基金，5/6/7 月全市场股+混基金份额环比-2.2%/-1.2%/+2.3%，7 月全市场重回净申购。（2）政策面，本周中证 500ETF 期权(上交所+深交所)和创业板 ETF 期权上市，利于券商衍生品业务扩容；北交所启动融资融券业务，同时发布“北证 50 成份指数”。（3）券商中报整体符合预期，40 家上市券商 2 季度归母净利润环比+111%，2022H1 合计 711 亿，同比-27%，年化 ROE6.7%，同比-3.6pct，券商手续费型业务微幅下降，投资收益同比降幅明显是业绩同比承压主因，大财富线条(基金代销和基金公司)盈利整体同比下降，互联网经纪业务保持了较强的成长性。短期行业推荐首选互联网券商，推荐东方财富、指南针、国联证券和广发证券。

保险：负债端表现符合预期，资产端催化有望带来估值修复

（1）中报看，上市险企 NBV 同比分别为中国人寿-13.8%、中国平安-28.5%、中国太保-45.3%、新华保险-48.4%、中国人保-24.8%，受同期基数影响，2022H1 同比较 Q1 同比降幅有所收敛。同时，受权益市场波动拖累，各家险企归母净利润同比承压，中国平安和中国人保净利润同比微增，优于同业。（2）保险板块估值处于历史低位，负债端改善仍需观察，而资产端改善有望带来保险股估值修复，中国人寿资产端弹性较大，NBV 表现优于同业，更加受益于资产端弹性；中国财险承保业绩增速超预期，景气度仍将延续，继续推荐。推荐寿险转型领先的中国平安和中国太保。

受益标的组合

券商：东方财富，指南针，国联证券，广发证券，中信证券，东方证券，中金公司(H 股)，中信建投；

保险：中国财险(H 股)，中国人寿，中国平安，中国太保，友邦保险(H 股)；

多元金融：江苏租赁。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理

利润增长不及预期。

【食品饮料】中报业绩现分化，复苏主线贯穿全年——行业周报-20220904

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（分析师）证书编号：S0790521060001 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

疫情扰动带来业绩分化，下半年布局修复行情

8月29日-9月2日，食品饮料指数跌幅为2.6%，一级子行业排名第22，跑输沪深300约0.6pct，子行业中烘焙食品（+2.7%）、零食（+1.2%）、软饮料（+0.7%）表现相对领先。受到疫情多地蔓延影响，市场担忧短期消费需求，食品饮料表现不佳。本周中报已全部披露，总结来看，2022年中报食品饮料行业表现出较强的分化特性：由于疫情扰动，二季度白酒行业面临较大压力，上市公司整体收入和净利润仍实现双位数增长，但内部分化较大：高端酒需求韧性较强，业绩均实现双位数增长；次高端受疫情影响明显较大，酒企主动调控节奏，下半年轻装上阵；江苏、安徽疫情影响较小，消费场景复苏较快，大众高端白酒表现相对较好。啤酒由于疫情对消费场景限制较多，销量受损，但受益于高端化趋势利润增速均快于营收，且三季度高温天气利好啤酒销售，预计三季报业绩普遍加速增长。大众品分化更明显：二季度多数企业受到疫情影响表现不佳，或出于成本压力盈利能力下滑，但部分企业受到低基数或短期铺货等因素，二季度仍保持较好增长。往下半年来看，疫情应可得到有效控制，板块已进入估值合理区间，可逐渐布局复苏行情，寻找确定性标的。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、重庆啤酒，嘉必优

（1）贵州茅台：中报业绩符合之前预告，公司以i茅台作为营销体制、价格体系和产品体系改革的枢纽，未来将深化改革进程，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。（2）山西汾酒：中报业绩符合预期，全年营销工作以稳为主，回款顺畅，库存低位，预计下半年营收环比提速，全年目标不变。（3）重庆啤酒：二季度受疫情影响乌苏表现较弱，下半年高温天气利好啤酒消费，叠加公司内部加大市场投入以及架构调整到位，预计大概率加速增长，目前具有较高布局性价比。（4）嘉必优：下半年积极关注新国标配方获批催化剂和订单进展，展望后续国际市场开发确定性高，化妆品市场可能取得突破，合成生物学相应产品有望量产，持续看好。

市场表现：食品饮料跑输大盘

8月29日-9月2日，食品饮料指数跌幅为2.6%，一级子行业排名第22，跑输沪深300约0.6pct，子行业中烘焙食品（+2.7%）、零食（+1.2%）、软饮料（+0.7%）表现相对领先。个股方面，桂发祥、安记食品、良品铺子涨幅领先；皇氏集团、迎驾贡酒、洋河股份等跌幅居前。

行业新闻：2022年1-8月泸州老窖特曲60版销售额突破20亿元

2022年1-8月泸州老窖特曲60版单品在全国市场销售正式突破20亿，成为泸州老窖在500元价格带的超级单品。泸州老窖特曲60版自2014年恢复生产，从1亿到5亿用了四年时间，5亿到10亿用了三年时间，而从10亿到20亿，仅用了不到两年时间（来源于酒业家）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【商贸零售】中报披露完毕，零售企业二季度整体经营承压——行业周报-20220904

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（联系人）证书编号：S0790122040015 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

中报披露完毕，受疫情等因素影响，零售企业二季度整体经营承压

本周A股上市公司半年报已全部披露完毕，我们选取了43家代表性上市公司作为样本，对零售行业整体业绩进行梳理分析。2022年二季度，零售行业整体收入端同比-4.6%，利润端同比-46.6%，疫情多发散发等因素冲击下，零售业态二季度经营普遍承压。具体看各细分板块：（1）医美化妆品板块二季度实现营业收入88.7亿元（+2.7%）、请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

扣非归母净利润 8.8 亿元(-16.9%)，剔除上游代工板块的青松股份、嘉亨家化后，主要品牌端公司收入端同比+8.4%，利润端同比+1.9%，贝泰妮、珀莱雅等龙头品牌方展现出较强韧性，且优于行业整体（根据我们测算，二季度限额以上化妆品社零总额同比-6.7%），“强者恒强”逻辑印证。（2）黄金珠宝板块二季度实现营业收入 334.8 亿元(-5.7%)、扣非归母净利润 11.3 亿元 (-26.5%)，全国多地疫情反复对居民线下消费造成阻碍，黄金珠宝行业门店客流受影响明显。但考虑到黄金珠宝消费具备一定刚性，关注疫后消费恢复和婚庆等需求延后释放效应。（3）超市板块二季度实现营业收入 367.2 亿元(+0.3%)、扣非归母净利润为-5.8 亿元（亏损额同比收窄 54.0%），受益于外部竞争环境改善（生鲜电商资本退潮、社区团购平台严监管和战略调整，补贴价格战减少缓解了超市的分流和毛利率压力）和通胀因素（CPI 上行有利于超市的同店增长），超市行业 2022 年上半年经营业绩已出现改善。

行业关键词：合成生物、东方甄选、KKV、婴芙源、敷尔佳等

【合成生物】华熙生物合成生物科学馆在北京大兴开馆。

【东方甄选】东方甄选与顺丰物流、京东物流达成合作。

【KKV】KKV 和美团闪购正式达成合作。

【婴芙源】江苏吴中子公司首个自有品牌“婴芙源”面世。

【敷尔佳】敷尔佳公布招股说明书上会稿，拟于 9 月 8 日上会。

板块行情回顾

本周（2022.08.29-2022.09.02，下同），商贸零售指数报收 2664.96 点，下跌 1.37%，跑赢上证综指（本周下跌 1.54%）0.17 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 15 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2022 年年初至今品牌化妆品板块相对领先。个股方面，本周人人乐(+19.2%)、红旗连锁(+16.3%)、中成股份(+12.8%) 涨幅靠前。

投资建议：关注高景气赛道优质公司

投资主线一（化妆品）：国货化妆品龙头品牌强者恒强，重点推荐贝泰妮、珀莱雅、鲁商发展，受益标的科思股份等；

投资主线二（医美）：医美消费逐步恢复，重点推荐医美产品龙头爱美客；

投资主线三（珠宝钻石）：黄金珠宝消费回暖，关注头部品牌布局培育钻石赛道，重点推荐潮宏基、周大生、迪阿股份，受益标的周大福、中国黄金等。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【化工】国常会部署加快扩大有效需求，“北溪一号”天然气管道无限期关闭——行业周报-20220904

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 徐正凤（联系人）证书编号：S0790122070041

本周（2022.08.29-2022.09.02，下同）观点一：国常会部署充分释放政策效能，加快扩大有效需求

根据新华社和证券时报报道，8 月 31 日，国务院总理主持召开国常会，听取稳住经济大盘督导和服务工作汇报，部署充分释放政策效能，加快扩大有效需求。会议指出，要贯彻党中央、国务院部署，保持经济运行在合理区间，努力争取最好结果。会议指出，针对经济运行超预期因素冲击，前期能用尽近两年储备的政策工具，及时果断推出稳经济一揽子政策和接续政策。当前处于经济恢复紧要关口，加快释放政策效能至关重要。要继续争分夺秒抓落实，细化实化接续政策、9 月上旬实施细则应出尽出，着力扩大有效需求，促投资带消费增就业，巩固经济恢复基础，增强发展后劲。

本周观点二：“北溪一号”天然气管道无限期关闭，关注化工行业布局机遇

根据新华社报道，俄罗斯天然气工业股份公司 9 月 2 日宣布，由于发现多处设备故障，“北溪-1”天然气管道将完全停止输气，直至故障排除。在俄气宣布“北溪-1”管道将完全停止输气后，德国经济和气候保护部 2 日发表声明说，目前天然气市场形势十分紧张，但德国的天然气供应仍有保障。德国天然气存储设施储备量已达 84.3%，10 月份存储量达到 85% 的目标预计可以在 9 月初实现。我们认为，2022 年冬季，若德国的天然气储备进一步消耗完，届时俄罗斯若未恢复通气，或将使欧洲诸如巴斯夫、赢创等企业的化工产能开工率大幅降低，关注 MDI、维生素、炭黑等欧洲产能占比较大或者需求较大的化工品。

受益标的：【MDI 行业】万华化学；【维生素行业】新和成、浙江医药；【炭黑行业】黑猫股份。

行业新闻：湖北大幅提高磷石膏治理任务总量；陕煤向多晶硅行业进行布局

【磷石膏】湖北大幅提高磷石膏治理任务总量，助力本省绿色发展进程；【硅行业】陕煤集团向多晶硅行业进行布局，实现从传统化工产业向新兴产业转变。

受益标的

【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、扬农化工、新和成、赛轮轮胎等；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工、双环科技、山东海化、雪天盐业、中泰化学、新疆天业、滨化股份等；【化纤行业】三友化工、新凤鸣、华峰化学、海利得等；【三氯氢硅】宏柏新材、三孚股份、晨光新材；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、兴发集团、东方铁塔、盐湖股份、亚钾国际等；【硅】合盛硅业、新安股份、硅宝科技；【其他】黑猫股份、江苏索普、苏博特、垒知集团等。

风险提示：油价继续大幅上涨；下游需求疲软；宏观经济下行。

【煤炭开采】北溪-1 断气，全球能源危机再升级，配置煤炭股——行业周报-20220904

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 陈晨（分析师）证书编号：S0790522040001

北溪-1 断气，全球能源危机再升级，配置煤炭股

本周秦港动力煤 Q5500 现货平仓价为 1295 元/吨，环比上涨 90 元/吨，涨幅 7.47%。供给端：受矿难事件及疫情影响导致产量持续下滑，晋陕蒙 442 家煤矿开工率自 7 月以来一直处于下滑的趋势中，当前开工率 81.3%，环比下降 1.0 个百分点，为今年以来最低值；进口煤方面，8 月 9 日和 8 月 11 日欧盟削减天然气用量和制裁俄煤禁令相继正式生效，海外供给短缺而需求大涨导致全球仍处于抢煤的状态，将对中国进口煤造成很大压力，本周纽卡斯尔高卡动力煤现货价环比继续上涨 3.32%。需求端：受天气转凉影响，本周沿海八省日耗有所降低，当前日耗 210.8 万吨/天，但仍接近历史同期高位，叠加非电用煤旺季来临，补库需求显现。后期判断：供给方面，新产能增量仍存在不确定性，下半年党的二十大召开将带来环保、安监压力，生产或将受到一定制约，海内外动力煤价格持续倒挂，且欧盟制裁俄罗斯能源的禁令正式生效，中国进口煤量或将存在较大挑战；需求方面，虽然九十月进入电煤淡季，但基本面将体现出供需双弱，供给的下行压力将大于需求下行，而且稳增长政策以及水泥化工等非电煤旺季到来仍有望稳住需求，此外冬储有望提前开启，淡季或许很短暂，动力煤价格或将继续上涨。炼焦煤方面，近期整体“煤焦钢”产业链逐步好转，焦钢企业利润得到修复后开工率均有所提升。后期判断：炼焦煤国内产量并无明显增量且没有保供政策，蒙煤受疫情和运力影响，即使在零关税下俄蒙进口煤量有限，国内紧供给状态或将较难改变；需求端需密切关注稳增长政策措施落地情况。本周公布党的二十大将于 10 月 16 日召开，预计对经济稳增长会有新的部署，此外早前国常会已出台稳经济一揽子政策的接续政策，随着时间的推移有望逐步落地。全球国际能源危机局势再升级，9 月 3 日俄罗斯将北溪 1 号管道无限期断气，欲在冬天通过天然气反制欧盟国家，欧盟在主动削减天然气用量和禁俄油俄气之后，能源供给形势再面临巨大挑战，欧洲的能源价格尤其电价已让工业生产及民生受到巨大影响。在海外能源危机的演绎之下，中国也同样面临挑战，川渝限电已经暴露出新能源在快速发展过程中的种种问题，能源结构之间的不平衡与错配需要得到深刻反思，双碳政策进程中，新旧能源应发展并举，而非此消彼涨，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

11 / 19

直到新能源完全可以成为中流砥柱再降低旧能源的地位。国内有望见到火电和煤炭的地位仍将成为能源安全的最终屏障。未来煤炭基本面的供需错配或仍将存在，叠加能源危机的加剧，供给缺口给替代性需求仍将让煤价具有向上动能，可顺势做多煤炭板块。海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创；年度长协比例提升不受政策影响的受益标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业、晋控煤业；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源、电投能源；焦煤需求预期改善逻辑受益标的：山西焦煤、平煤股份；高成长标的：广汇能源。

煤电产业链：本周动力煤港口价大涨，“北溪-1”管道停止输气

本周（2022.08.29-2022.09.02，下同）秦港动力煤 Q5500 现货平仓价为 1295 元/吨，环比上涨 90 元/吨，涨幅 7.47%，晋陕蒙 442 家煤矿开工率自 7 月以来一直处于下滑的趋势中，当前开工率 81.3%，环比下降 1.0 个百分点。本周俄气公司宣布“北溪-1”天然气管道无限期停止输气，将导致欧洲能源更加短缺。

煤焦钢产业链：本周焦煤涨焦炭稳，焦企开工率上升

焦炭方面：焦企开工率上升。供给方面，大中小型焦企开工率小涨；需求方面，当前全国钢厂开工率小涨。焦煤方面：本周焦煤港口价格环比小涨。供给端：疫情影响蒙煤进口通关；需求端：随着稳经济一揽子政策落地，叠加房地产烂尾续建有望推动地产产业链修复，预计基建发力及房地产预期修复有望带动上游焦煤需求反弹。

风险提示：经济增速下行风险，疫情恢复不及预期风险，新能源加速替代风险。

【化工】PI 树脂前景广阔，万润股份布局热塑性 PI 树脂——新材料行业周报-20220904

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（联系人）证书编号：S0790122070041 | 蒋跨越（联系人）证书编号：S0790122010041

本周（2022.08.29-2022.09.02，下同）行情回顾

新材料指数下跌 4.07%，表现弱于创业板指。OLED 材料跌 4.34%，半导体材料跌 1.96%，膜材料跌 4.48%，添加剂跌 3.18%，碳纤维涨 5.97%，尾气治理跌 4.55%。涨幅前五为华特气体、光威复材、诚志股份、江丰电子、三利谱；跌幅前五为隆华科技、道明光学、石英股份、海优新材、天奈科技。

新材料周观察：PI 树脂前景广阔，万润股份布局热塑性 PI 树脂

PI 树脂可分为热塑性 PI 树脂（TPI）和热固性 PI 树脂。热固性 PI 树脂按活性封端剂的不同，主要分为双马来酐亚胺型（BMI）、单体反应物聚合型（PMR）树脂、乙炔基封端和苯乙炔基封端的 PI 树脂等几大类，被广泛应用于航空航天领域，也是最具有发展前景的透波树脂基体之一。TPI 一般为线型高分子，主链上含有亚胺环和芳香环，可加工性能优异，可以进行二次加工成型，循环利用以降低成本。然而，一般高性能 TPI 分子链中含有大量芳杂环结构，分子链刚性较大，且分子链间相互作用也较大，使得大部分 TPI 不可以进行循环利用、二次加工。一般可以通过在聚酰亚胺分子结构中引入大体积侧基、不对称结构、非平面扭曲结构等制造可塑性 TPI。万润股份 PI 材料产品包括单体材料与成品材料，主要应用在电子与显示领域。在 PI 单体材料方面，已有产品实现批量供应；在 PI 成品材料方面，公司控股子公司三月科技自主知识产权的 PI 成品材料已经实现供应。此外，三月科技于 2021 年 3 月成立烟台三月科技有限责任公司，主要经营范围包括聚酰亚胺等新材料技术研发、推广服务，电子专用材料制造、销售等，为聚酰亚胺成品材料持续发展奠定基础；同时公司积极布局热塑性聚酰亚胺材料领域，公司于 2022H1 启动的“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”计划新增特种工程材料产能 6500 吨/年，产品包括 PTP-01 产品（热塑性聚酰亚胺材料）、PCM-01 产品（工程涂覆用助剂材料）等，目前该项目正在积极推进中。

重要公司公告及行业资讯

【斯迪克】半年报：公司实现营收 10.31 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 0.91 亿元，同比增长 33.71%。

【雅克科技】业绩预告：公司预计 2022 前三季度实现归母净利润 4.42-4.92 亿元，同比增长 13.28%-26.11%。

受益标的

我们看好产业转移背景下功能膜材料的广阔市场，看好高端电子材料国产替代从 0 到 1 的突破，看好新能源浪潮中新材料的新机遇。受益标的：昊华科技、瑞联新材、宏柏新材、利安隆、濮阳惠成、阿科力、黑猫股份、普利特、斯迪克、彤程新材、东材科技、长阳科技、洁美科技、蓝晓科技、松井股份等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【煤炭开采】北溪管道无限期停运，替代性需求提供煤价向上动能——行业点评报告-20220904

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 陈晨（分析师）证书编号：S0790522040001 | 薛磊（联系人）证书编号：S0790121120050

北溪管道无限期停运，替代性需求提供煤价向上动能

2022 年 9 月 2 日晚间，俄罗斯天然气工业股份公司发布消息称：北溪-1 无法在周六(北京时间 9 月 3 日早上 8 点)按计划重启。由于涡轮机被发现存在漏油，需要解决这个问题后才能重启管道，目前无法获知管道恢复可能需要多长时间。欧洲对俄罗斯的化石能源有较强的依赖性，2021 年俄罗斯占欧盟的煤炭/天然气/原油进口份额为 46%/38.6%/27%。2021 年欧洲共计进口天然气 477.3 十亿立方米，其中管道气 369.1 十亿立方米，LNG 为 108.2 十亿立方米。管道气是俄罗斯天然气出口最主要的方式之一，根据 BP 数据，2021 年俄罗斯占欧洲管道气进口份额为 45.3%。如果北溪-1 自此停运，预计 2022 年 9-12 月北溪管道供给减少 20.1 十亿立方米；2023 年供给减少 61.1 十亿立方米。此前，欧盟于 8 月 1 日开始实施自愿削减天然气用量协议，成员国在 2022 年 8 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间，将天然气需求在过去 5 年平均消费量的基础上减少 15%为北溪-1 可能断供做好准备。为削减天然气用量，欧洲多国宣布重启燃煤电厂。2017-2021 年，欧盟天然气平均消费量为 16.9 艾焦耳，削减的天然气用量也有望被煤炭替代，我们测算预计 2022 年 9-12 月欧洲削减天然气新增煤炭（5500 大卡）需求约 2201.7 万吨，2023 年将新增煤炭需求 6600 万吨。

俄罗斯煤炭&原油逐步被禁，欧洲在全球抢煤或将继续推升海外煤价

煤炭：2021 年欧盟进口煤炭约 1.1 亿吨，其中约 5100 万吨来自俄罗斯。欧洲进口的俄煤大部分产自俄罗斯最西部且靠近乌克兰的顿涅茨煤田，因运距问题短期内很难找到替代国，这部分煤炭供给预计将在全球供给中消失。因欧盟禁令，预计 2022 年 8-12 月俄煤供给减少 2100 万吨，2023 年将减少 5000-6000 万吨。原油：2022 年 6 月，欧盟公布对俄罗斯第六轮制裁措施包括部分石油禁运，制裁措施立即生效，到 2022 年底，欧盟从俄罗斯进口的石油将减少 90%。2021 年，欧洲发电结构中，原油发电 47.9TWh，占比 1.2%，我们预计部分燃油发电的燃料需求也将转向煤炭，假设燃油发电全部转为燃煤发电，则 2023 年欧洲新增煤炭需求为 1890 万吨。欧洲重启燃煤发电厂将进一步增加海外煤炭需求。煤价：2022 年以来，国际能源市场地缘博弈加剧，在欧盟禁令下，部分欧洲国家开启全球抢煤。根据 IEA 预计，2022 年全球电力需求同比增长 2.4%，供给减少而需求增加致海外煤价持续高涨。截至 2022 年 8 月 26 日，欧洲 ARA 港/澳洲纽卡斯尔动力煤现货价分别为 325、451.5 美元/吨，相比年初分别上涨 117%、158%。欧盟对俄煤禁令正式生效，对石油进口的缩减也正逐步实施，北溪-1 供气面临无限期停运，油气替代性需求也转向煤炭，海外煤价或将被继续推升。

进口下滑&需求反弹，国内煤价具备向上动能

后期判断：供给方面，新产能增量仍存在不确定性，党的二十大召开将带来环保、安监压力，生产或将受到一定制约，海内外动力煤价格持续倒挂，且欧盟制裁俄罗斯能源的禁令正式生效，中国进口煤量存在较大挑战；需求方面，虽然九十月进入电煤淡季，但基本面将体现出供需双弱，供给的下行压力将大于需求下行，而且稳增长政策以及水泥化工等非电煤旺季到来仍有望稳住需求，此外冬储有望提前开启，淡季或许很短暂。在海外能源危机的演绎之下，中国也同样面临挑战，川渝限电已经暴露出新能源在快速发展过程中的种种问题，能源结构之间的不平衡与错配需要得到深刻反思，双碳进程中，新旧能源应发展并举，而非此消彼涨，直到新能源完全可以成为中流砥柱再降低旧能源的地位。国内有望见到火电和煤炭的地位仍将成为能源安全的最终屏障。未来煤炭基本面的供需错配

或仍将存在，叠加能源危机的加剧，供给缺口给替代性需求或仍将让煤价具有向上动能，可顺势做多煤炭板块。海外及非电煤弹性受益标的：兖矿能源、兰花科创；年度长协比例提升不受政策影响的受益标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业、晋控煤业；高成长标的：广汇能源。

风险提示：经济增速下行风险，疫情恢复不及预期风险，新能源加速替代风险。

【医药：锦欣生殖(01951.HK)】疫情下周期数仍稳健恢复，生殖+妇儿协同效应好——港股公司信息更新报告-20220904

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 古意涵（联系人）证书编号：S0790121020007

疫情下周期数仍稳健恢复，生殖+妇儿协同效应好，维持“买入”评级

8月31日，公司发布2022H1业绩：2022H1实现营收11.38亿元(+32.5%)；实现归母净利润1.90亿元(+22.2%)；实现经调整净利润2.61亿元(+17.9%)。考虑到2022上半年疫情影响成都、深圳经营，且8月以来疫情仍较为反复，我们调整2022-2024年盈利预测，同时改变预测净利润口径，预计2022-2024年公司归母净利润（原为经调整净利润）分别为4.62（原为6.00）/6.00（原为7.85）/7.54（原为9.56）亿元，EPS分别为0.18/0.24/0.30元，当前股价对应PE分别为23.1/17.8/14.2倍，公司聚焦IVF主业，生殖+妇儿协同明显，维持“买入”评级。

成都、深圳受疫情影响收入增长放缓，周期数仍呈现逐年恢复态势

2022H1成都地区由于妇儿并表实现71%的高增长，剔除妇儿业务，IVF相关业务收入增速为2.7%；深圳地区由于周期数同比下降28%，导致收入下降20%。美国地区收入增长9%。武汉地区由于停诊收入0.07亿元，下降74%。香港地区收入0.26亿元。从周期数来看，2022H1总周期数12930个，同比2021H1下降2%。拆分来看，2022H1成都周期数同比增长12%，且预计追平2019H1周期数；深圳同比2021H1下降28%；美国增长16%，接近2019H1水平，且国际业务逐步恢复，2022H1国际周期数占比5%。由此，自2020年疫情发生以来，公司旗下医疗机构周期数逐步恢复，成都、美国基本恢复至疫情前周期数水平，深圳在2021H1本已超过2019H1水平，但由于上半年疫情反复导致下降。

国内外通过收购、合作持续扩大市占率

2022年7月，公司已将云南九洲医院、昆明和万家医院的控制权增至约96.5%，拟在2022年下半年对九洲医院进行装修，扩大产能；扩大深圳中山医院控股权至99.9%，收购物业作为新大楼，其面积为现有物业的近5倍。武汉锦欣医院于7月开诊。2022年8月，HRCFertility通过自建的圣地亚哥诊所正式运行。

风险提示：辅助生殖服务机构整合不及预期；中高端特需服务增长不及预期。

【煤炭开采：兖矿能源(600188.SH)】澳洲核心资产，助力兖矿能源乘势而上——公司深度报告-20220904

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 陈晨（分析师）证书编号：S0790522040001 | 薛磊（联系人）证书编号：S0790121120050

海外高煤价下兖澳业绩大增，有望大幅增厚公司业绩。维持“买入”评级。

兖煤澳洲是兖矿能源在澳洲持有的核心煤炭资产（持股62.26%），资源储量丰富，产能规模较大，定价机制灵活。考虑到在俄乌冲突后海外煤炭需求大涨背景下，兖澳具有强劲的盈利能力，有望为兖矿能源贡献显著的业绩弹性。我们维持盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为351.4/368.6/384.1亿元，同比+113.8%/4.9%/4.2%；EPS分别为7.10/7.45/7.76元；对应当前股价，PE为6.9/6.6/6.4倍。维持“买入”评级。

高弹性定价机制为售价开拓上升空间，兖澳上半年煤价大幅增长

兖澳动力煤定价机制主要参照API5价格指数和纽卡斯尔指数。低热值动力煤以API5进行定价，而剩余少部分高热值煤使用纽卡斯尔定价；冶金煤按照基准价或现货价进行定价，也具备一定弹性，高弹性定价机制为兖澳

售价开拓上升空间。2022 年 3 月以来，俄乌冲突后海外煤炭需求上涨拉动煤价，充澳煤炭售价大幅上升。2022H1 煤炭总体平均售价为 314 澳元/吨（+234%），其中动力煤平均售价为 298 澳元/吨（+235%），冶金煤平均售价为 402 澳元/吨（+230%）。

充澳以价补量，2022H1 业绩实现大幅增长

充澳 2022H1 原煤产量/可售煤产量分别为 2580/2080 万吨，同比分别下降 11.9%/10.3%，主要受上半年降雨影响；产量的下滑小幅提高了吨煤成本，2022H1 充澳单吨经营成本（不含特许权使用费）为 83 澳元/吨，同比增长 23.9%。煤价涨幅显著高于成本涨幅，2022H1 充煤盈利实现大幅上涨，营收为 47.8 亿澳元，同比增长 169.1%；归母净利润为 17.38 亿澳元，同比扭亏为盈，增量 18.7 亿元。

充煤澳洲盈利能力显著提升，增持充澳有望增厚股东充矿能源业绩

我们预测充煤澳洲 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 41.5/58.3/61.8 亿澳元，同比增长 326%/41%/6%，折合人民币为 190.7/268.4/284.2 亿元（假设 1 澳元等于 4.6 元人民币）。考虑到充矿能源持股比例为 62.26%，由此推算 2022-2024 年充煤澳洲为股东充矿能源贡献利润分别为 118.8/167.1/177.0 亿元。控股股东充矿能源拟发行可转债增持充煤澳洲，有望进一步增厚充矿的业绩。

风险提示：煤价超预期下跌风险；安全生产风险；税收政策风险。

【海外市场：华虹半导体(01347.HK)】估值重回周期底部位置，科创板上市或为催化剂——港股公司信息更新报告-20220904

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

估值重回周期底部位置，科创板上市或为催化剂，上调至“买入”评级

考虑到 2022H1 8 寸毛利率提升幅度超出我们预期，我们将 2022-2023 年归母净利润预测由 2.1/2.2 亿美元上调至 4.2/3.7 亿美元，新增 2024 年净利润预测为 4.3 亿美元，同比增速为 97%/-12%/16%，对应 EPS0.32/0.28/0.33 美元。公司逆势推进 12 寸扩产，继无锡 12 寸第一个厂 9.45 万片规划于 2023 年完成爬坡满产后，拟科创板上市融资启动 12 寸第二个厂扩产项目，通过客户产能分散均匀分配以缓和下游需求变化风险。当前股价 22.25 港币对应 2022-2024 年 8.8/10.0/8.6 倍 PE 和 1.2/1.0/0.9 倍 PB，PB 估值已经接近上一轮半导体行业周期底部位置，后续科创板上市或提振市场关注度，上调至“买入”评级。

增资协议方案通过，无锡 12 寸厂产能扩充稳步推进

2022 年 8 月 29 日公司公告宣布通过关于华虹半导体（无锡）有限公司的增资协议方案。本次增资由华虹宏力、香港华虹、无锡锡虹联芯和二期基金共同出资，金额为 8 亿美元。增资后华虹无锡注册资本为 25.37 亿美元，其中华虹宏力与香港华虹合计持股 51%，华虹半导体仍然占据对华虹无锡的控制权，本次增资款将全部用于公司新增月产能 2.95 万片的 12 寸产线的扩产项目。

2022H2 有望保持产能满载，2023 年净利润存在下滑可能

尽管半导体行业整体步入景气下行阶段，但华虹自身产能规模不大，且在功率半导体和嵌入式闪存特色工艺领域具备技术优势及国产客户基础，我们预计 2022H2 公司仍有望保持产能满载状态。公司指引 2022Q3 收入为 6.25 亿美元，环比上升 0.6%增幅有限，毛利率为 33-34%；考虑到公司部分产品在 2022Q2 价格调涨，我们预计 2022Q3 ASP 有望实现环比个位数增长、从而驱动其业绩超出公司指引。展望 2023 年部分产品价格或出现松动、同时无锡 12 寸厂折旧增加，公司净利润存在同比下滑可能。

风险提示：竞争加剧、行业景气度下降、研发及产能扩充不及预期。

【汽车：比亚迪(002594.SZ)】8 月销量续创新高，多款中高端新车型即将上市交付——公司信息更新报告

-20220904

邓健全（分析师）证书编号：S0790521040001 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790522070005

8月新能源车销量17.5万辆，同比+155.2%，环比+8.0%，续创月度新高

2022年9月3日，比亚迪发布2022年8月产销快报，8月公司新能源车销售17.5万辆，同比+155.2%，环比+8.0%，其中纯电车型销量为8.3万辆，插混车型销量为9.1万辆，此外，公司2022年8月海外销售新能源乘用车0.5万辆。公司2022年1-8月累计销售新能源汽车97.9万辆，同比+267.3%。公司8月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为7.6GWh，2022年累计装机总量约为48.9GWh。我们维持此前盈利预测，预计2022/2023/2024年归母净利润为92.7/145.2/223.9亿元，EPS为3.18/4.99/7.69元/股，对应当前股价PE为88.6/56.5/36.7倍，公司产能持续爬坡，产销量稳步增长，维持“买入”评级。

产能持续爬坡，多款車型銷量環比穩步提升

据比亚迪汽车微信公众号，2022年8月比亚迪汉家族销量达到2.6万辆，其中汉DM系列单月销量同比+351.6%，助力比亚迪持续开拓中高端市场。除了汉家族的畅销外，其他车型也有不俗表现：6月唐家族销售1.08万辆；宋家族销售4.25万辆，环比+9.8%，其中宋DM系列同比大幅增长321.9%；秦家族销售3.95万辆，环比+15.8%；元家族销售1.83万辆；驱逐舰05销售0.87万辆，环比+16.0%；海豚车型销售2.35万辆，环比+11.7%。

多款中高端新车型即将上市交付，车型矩阵进一步丰富

目前比亚迪在售产品可分为王朝和海洋两大系列，其中王朝系列在售产品包括秦、唐、宋、元、汉，海洋系列在售产品包括海豚、驱逐舰05等车型，此外比亚迪海豹、唐DM-p、护卫舰07、腾势D9也陆续上市。据盖世汽车网报道，海豹车型7月末上市后已开启陆续交付；腾势品牌首款MPV车型腾势D9已于8月23日正式上市并即将开启交付；海洋网军舰系列第二款SUV车型护卫舰07已于近期的成都车展首发亮相并同步开启预售；唐DM-p也于8月25日上市，唐DM-p新车共推出3款配置，售价为28.98万-32.98万元。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料价格大幅上涨、芯片短缺等。

【煤炭开采：靖远煤电(000552.SZ)】H1业绩同比大增，资产注入&煤化工&绿电多亮点——公司2022年中报点评-20220904

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 陈晨（分析师）证书编号：S0790522040001 | 薛磊（联系人）证书编号：S0790121120050

H1业绩同比大增，资产注入&煤化工&绿电多亮点。维持“买入”评级

公司发布中报，2022年H1实现归母净利润6.46亿元，同比+122.75%；扣非后归母净利润6.20亿元，同比+118.29%。上半年煤价高位运行，公司以价补量催化业绩高增。结合中报，我们下调盈利预测，不考虑资产注入，预计2022-2024年归母净利润15.2/21.6/23.6（前值18.1/22.7/25.8）亿元，同比+110.4%/41.9%/9.4%；EPS为0.61/0.86/0.94元，对应当前股价PE为6.4/4.5/4.1倍。窑街煤电注入进展顺利，产能扩增稳步推进，公司未来成长动力十足。维持“买入”评级。

煤炭业务：以价补量，催化业绩实现高增

产销量：2022年H1公司实现煤炭产品产/销量436.3/355.6万吨，同比+1.25%/-26.5%；Q2实现产/销量216.6/169.2万吨，同比+5.44%/-26.38%，环比-1.39%/-9.29%。二季度产量下滑主要是因为煤矿开采遇到矸石层，销量下滑主要系部分煤炭被运至仓库保存，报告期内公司存货占总资产比例为2.84%，相较于2021年末增加1.68pct。售价及成本：H1煤炭综合售价482.3元/吨，同比+42.8%；综合成本为202.9元/吨，同比-6.3%。毛利及毛利率：本报告期内，公司吨煤毛利279.4元，同比+130.63%；煤炭业务实现毛利9.9亿元，同比+69.51%；毛利率为57.94%，同比+22.06pct。

电力业务：成本段承压导致火电微亏，绿电转型开辟新的增长曲线

火电：2022 年 H1 公司实现火力发电 17.63 亿度，同比-11.18%；电力业务实现营业收入 6.8 亿元，同比+10.52%；营业成本 7.0 亿元，同比+29.52%；毛利为-0.2 亿元，同比由正转负。绿电：公司拟转型绿电运营，规划建设农光互补智慧能源工程项目，未来光伏装机量有望达 1028MW。

窑街煤电注入或将大幅提升公司盈利，未来成长看点十足

窑街煤电：根据 8 月 22 日资产重组草案，公司拟以 3.58 元/股的价格发行 21 亿股购买窑街煤电 100%股权。本次交易对价 75.29 亿元，按照 2022 年 3 月 31 日的资产评估值，对应 1 倍 PB 估值，收购价格合理。窑街煤电拥有 570 万吨在产炼焦煤产能，2022Q1 实现归母净利润 8.6 亿元。我们测算原煤业务净利润为 7.9 亿元，Q1 原煤销量为 196.3 万吨，对应单吨净利 402.4 元。截至 2022 年 8 月 19 日，窑街煤电拥有 440 万吨/年在建及拟建的煤炭产能，其中在建的红沙梁露天矿项目将于 2023 年底建成投产，届时有望贡献可观业绩。景泰白岩子煤矿：主要生产焦煤，核定产能 90 万吨/年，权益占比 60%，预计 2023 年内建成投产。煤化工业务：公司计划投建煤化工项目，一期项目预计在 2023 上半年建成，其中包括合成氨（30 万吨/年）、尿素（35 万吨/年）、甲醇（4 万吨/年）等。

风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn