

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2022-08-19

宏观策略

2022 年 08 月 19 日

宏观周报 20220818: 从区域社融看, 谁能成为经济的顶梁柱?

经济大省如何“勇挑大梁”? 这可能是在淡化全国经济增长目标的情况下, 下半年最大的看点之一: 在疫情和地产的双重压力下, “有条件的省份”怎样力争完成经济社会发展预期目标。那么哪些省份有条件、有潜力成为经济顶梁柱? 信贷和融资往往是经济的领先指标, 在上半年信贷脉冲重回上行周期的情况下, 预计将能对未来经济发展提供良好支撑。从区域社融角度来看, 结合人民币贷款占比以及各地信贷脉冲情况, 总量佳、结构好的省市分别为北京、浙江、四川、江苏, 预计能对全国经济增长形成一定支撑。

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 20220817: 瑞科转债: 高性能 PI 薄膜行业的先行者

瑞科转债(118018.SH)于2022年8月18日开始网上申购: 当前债底估值为70.17元, YTM为2.31%。当前转换平价为100.36, 平价溢价率为-0.35%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为7.16%。我们预计瑞科转债上市首日价格在113.89~127.14元之间, 我们预计中签率为0.0010%。公司是国内高性能PI薄膜行业的先行者。2017年以来公司营收波动下滑, 2017-2021年复合增速为27.39%。热控PI薄膜和电子PI薄膜产品为主要收入来源。公司销售净利率和毛利率维稳, 销售费用率下降。风险提示: 项目进展不及预期风险、违约风险。

行业

电池回收再生周报: 锂价维持钴镍上升, 折扣系数上行, 工信部大数据产业试点包含退役电池回收共享平台建设

我们测算锂电循环项目处置三元电池料($Ni \geq 15\%$ $Co \geq 8\%$ $Li \geq 3.5\%$)盈利能力, 本周(22/08/08~22/08/12)项目平均单位碳酸锂毛利为8.45万元/吨, 平均单位废料毛利为1.34万元/吨。本周锂价维持平稳, 钴价镍价上升, 废电池采购系数上升, 盈利小幅下行。采购端折扣系数上升, 维持较好的同步变动关系。当前生产主要所需液碱、硫酸等药剂价格小幅下行后仍处于高位, 考虑价格回落制造成本下行, 盈利能力有望进一步提升。

推荐个股及其他点评

华利集团(300979): 2022 年中报点评: 头部客户增速领跑, 扩产持续推进

公司为全球领先运动鞋专业制造商, 22H1 业绩维持良好增长态势。下半年来看, 由于 Nike 等国际品牌经销商在 20-21 年经历了供应链中断、海运问题后加大了备货, 当前库存相对较高, 结合欧美消费在通胀及加息环境下面临一定压力, 国际品牌订单增长可能出现一定放缓。但考虑到不同品牌情况差异(如小客户市场份额较低、受环境影响较小、仍能保

持较强增长势头)、不同制造商竞争力差异(华利的生产、开发及交付能力领先同行),结合 23-24 年公司将有越南及印尼新工厂陆续投产,我们认为公司仍将保持相对稳健增长。考虑客户订单波动,我们将 22-24 年归母净利润从 34.8/42.9/51.0 亿元下调至 34.0/41.0/49.2 亿元, EPS 分别为 2.91/3.52/4.21 元/股,对应 PE20/17/14X,维持“买入”评级。

金城医学 (603882) 2022 中报点评: 2022 年中报业绩点评: 业绩符合预期, 下半年常规业务有望加速增长

由于疫情超预期发展,我们将公司 2022-2023 年归母净利润由 16.69/17.80 上调至 25.34/23.59 亿元,当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 13/14/13 倍,基于公司常规业务加速恢复,且特检比例提升,我们维持“买入”评级。

道通科技 (688208): 2022 年中报业绩点评: 主营业务承压, 看好海外充电桩业务成长空间

受到疫情影响,公司 2022Q2 营收及利润不及预期,我们下调此前盈利预测,预计 2022-2024 年实现 EPS 1.19 (-0.05) /1.66 (-0.12) /2.22 (-0.23) 元,对应 2022-2024 年 PE32/23/17X。作为汽车后市场的全球领导公司,公司在业务上的竞争力仍然十分强劲,2022 年海运、汇率、芯片等因素对公司的盈利能力都有积极影响;在充电桩这个新业务的拓展上,公司也在产品开发和渠道扩张上双管齐下,我们看好公司充电桩业务带来的营收快速增长,维持“买入”评级。

爱柯迪 (600933): 2022 年半年报点评: 原材料+运费+汇兑影响, 利润同比高增长

盈利预测与投资评级: 鉴于公司下游客户价格调整逐步到位,毛利率有望持续回升,新订单加速放量,我们将公司 2022-2024 年营收从 40.41/49.45/60.42 亿元,上调至 44.23/59.33/79.48 亿元,同比分别为 38%/+34%/+34%,归母净利润分别为 5.66/7.52/10.22 亿元,同比分别为 +83%/+33%/+36%,对应 EPS 分别为 0.64/0.85/1.16 元,对应 PE 为 28.21/21.23/15.62 倍,维持“买入”评级。

恒星科技 (002132): 2022 半年报点评: Q2 超预期, 逻辑兑现

公司发布 2022 半年报: 2022H1 公司实现归母净利润 1.09 亿元,同比增长 6.6%。

华润啤酒 (00291.HK): 2022H1 业绩点评: 高端化进程稳步推进, 降本增效业绩超预期

量稳价增业绩超预期

芒果超媒 (300413): 2022 年中报点评: 主业竞争力持续提升, 外部环境有望逐季改善

考虑到短期宏观经济和业务调整的影响,我们将公司 2022-2024 年 EPS 由 1.35/1.60/1.84 元调整为 1.28/1.53/1.76 元,当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 24/20/17 倍,维持“买入”评级。

恒润股份 (603985): 2022 年中报业绩点评: 业绩短期承压, 看好下半年量利齐升

盈利预测与投资评级: 考虑到疫情及海风开工等影响,我们谨慎下调公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 3.82、6.55 和 9.59 亿元(原值 4.78、7.14 和 10.34 亿元),当前市值对应动态 PE 分别为 36、21、14 倍。基于公司风电法兰的市场竞争力,以及轴承业务的成长潜力,维持“买入”评级。风险提示: 风电行业装机量下滑,原材料价格上涨,市场竞争

加剧等。

川投能源 (600674): 2022 半年报点评: 业绩高增长符合预期, 三季度在极端气候压力下仍有超预期可能

事件: 公司公告 2022 年半年报, 2022 上半年实现收入 4.76 亿元, 同比增长 1.81%; 归母净利润为 15.60 亿元, 同比增长 19.02%; 扣非后归母净利润为 15.34 亿元, 同比增长 18.95%。2022 中报业绩与快报一致, Q3 在极端天气下雅砻江仍有超预期可能。

德业股份 (605117): 德业股份 2022 年中报点评: 储能及微逆高速增长, 出货盈利超市场预期

盈利预测与投资评级: 基于户储、微逆需求旺盛, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.4/25.2/41.6 亿元 (前值为 9.7/17.6/26.5 亿元), 同增 114%/103%/65%。我们给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 526.5 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等

舍得酒业 (600702): 短期 Q2 低于预期, 更期待 Q3 旺季表现, 中长期经营思路不变

22H1 公司营收 30.25 亿/+26.51%, 归母净利润 8.36 亿元/+13.6%。22H1 综合收入符合回款表现, 表现相对稳健。

香港交易所 (00388.HK): 2022 半年报点评: 市场下行拖累短期业绩, 利好政策频现迎成长性

盈利预测与投资评级: 港交所基于“稀缺赛道+轻资产”的运营模式, 各项业务长期来看将蓬勃发展。但考虑到港股交投活跃度下行, 我们下调 2022-2024 年股东应占溢利预测至 126.35(133.91)/146.02(151.68)/166.19 (173.99) 亿港元, 对应 EPS 分别为 9.97/11.52/13.11 港元, 对应 PE 为 34.24/29.62/26.03 倍, 我们维持“买入”评级。风险提示: 交易所竞争加剧; 互联互通不及预期; 疫情控制不及预期。

厦门象屿 (600057): 2022H1 点评: 扣非归母净利润+29%近预告上限, 业务结构持续改善

公司发布 2022 中报。2022H1, 公司实现收入 2542 亿元, 同比+16.8%; 实现归母净利润 13.66 亿元, 同比+20.2%; 扣非净利润 15.05 亿元, 同比+28.6%。公司收入、扣非净利润近预告上限, 归母净利润符合预告。归母净利润增速低于扣非净利的原因在于 2021H1 公司产生 1.44 亿元的股权转让收益, 还原该影响后 2022H1 归母净利润同比+38%。

美亚光电 (002690): 2022 年中报业绩点评: 疫情影响营收表现, 汇兑收益致利润端超市场预期

盈利预测与投资评级: 考虑到疫情缓解后公司各项业务有望持续恢复, 我们维持 2022-2024 年归母净利润预测分别为 6.20、7.48 和 8.93 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 35、29 和 24 倍, 维持“买入”评级。风险提示: CBCT 出货量不及预期、色选机海外出口出现波动等。

通威股份 (600438): 通威股份 2022 年中报点评: 硅料量利双增, 新技术量产即将落地!

盈利预测与投资评级: 基于硅料价格持续超预期, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 227/195/166 亿元 (前值 227/195/166 亿元), 同比+176%/-14%/-15%。我们给予 2023 年 17xPE, 目标价 73.6 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

三峡水利 (600116): 2022 半年报点评: 传统配售电和新兴电力及储能业

务大超预期，非经损益拖累业绩

事件：公司公告 2022 年半年报，上半年实现收入 52.14 亿元，同比增长 14.15%；归母净利润为 2.81 亿元，同比增长-34.87%；扣非后归母净利润为 3.83 亿元，同比增长-5.97%。传统配售电业务大超预期，定增持有的涪陵电力非经损益拖累业绩。

宏观策略

宏观周报 20220818: 从区域社融看, 谁能成为经济的顶梁柱?

经济大省如何“勇挑大梁”? 这可能是在淡化全国经济增长目标的情况下, 下半年最大的看点之一: 在疫情和地产的双重压力下, “有条件的省份”怎样力争完成经济社会发展预期目标。那么哪些省份有条件、有潜力成为经济顶梁柱? (图 1) 信贷和融资往往是经济的领先指标, 在上半年信贷脉冲重回上行周期的情况下, 预计将能对未来发展提供良好支撑。从区域社融角度来看, 结合人民币贷款占比以及各地信贷脉冲情况, 总量佳、结构好的省市分别为北京、浙江、四川、江苏, 预计能对全国经济增长形成一定支撑。今年上半年社融增量情况较好, 总体处于周期上升区间, 政府债务对社融的拉动作用较为突出。信贷脉冲正处上行周期, 自 2021 年三季度触底回升。随着信贷政策发力, 此后这一指标开始回升, 并于今年 6 月份开始出现同比多增, 即便考虑到 7 月社融数据的转弱情况, 信贷脉冲指标也较去年同期上升 0.48 个百分点 (图 2)。上半年新增政府债务对社融的拉动作用较强, 上半年共计拉动社融规模存量增速 1.2 个百分点, 但社融结构欠佳, 过半数省市新增人民币贷款为同比少增。上半年新增人民币贷款在社融中的占比出现明显下滑, 各省平均人民币贷款占比较去年同期下降 36.8 个百分点至 59.3%, 有 17 个省市出现了同比少增情况。支撑信贷脉冲指数回升的主要原因在于政府债务, 上半年政府债务对新增社融的贡献率进一步上升至 67.3%, 出现政府债务同比少增的省市仅有三个, 分别为西藏、辽宁和天津。总体而言, 上半年社融结构较弱 (图 3、4)。受疫情拖累, 二季度区域间新增社融规模占比分化情况有所缩窄, 但若考虑到区域间的 GDP 情况, 各地区间的社融占比差距实际有所拉大, 信贷脉冲极值差额继续上升。疫情干扰导致江苏、浙江、上海等地的新增社融占比明显下滑, 影响集中度指标回落。在疫情影响下, 江苏、上海、北京和浙江的社融占比出现了较大下滑, 平均下滑 0.9 个百分点, 带动 HHI 进一步下滑 0.3 个百分点, 区域间的信贷需求似乎更加均衡 (图 5)。然而, 考虑到各地经济增长潜力的不同, 以信贷脉冲指标作比较, 各地差距在 2021 年末触及阶段性底部后有所加大。二季度信贷脉冲差额进一步上升, HHI 上升近 12.1 个百分点。上海、江苏信贷脉冲指数出现下滑, 与社融占比不同, 浙江、北京的信贷脉冲依然进一步上升。(图 6) 结合人民币贷款占比以及各地信贷脉冲情况来看, 总量佳、结构好的省市分别为北京、浙江、四川、江苏, 预计能对全国经济增长形成一定支撑。具体来看, 浙江、北京等地社融规模多于其经济体量占比。根据各地区 GDP 与社融占比情况, 8 个省市的占比偏差超过 1 个百分点, 其中浙江、北京、江苏、广东、四川社融占比较多, 而辽宁、河南、内蒙古则明显偏少 (图 7)。若以信贷脉冲指标作比较, 各地社融占比问题则更加明显, 共计 8 个省市的信贷脉冲高于全国水平, 其中浙江、北京最为明显 (图 8)。结合上半年各地社融结构情况来看, 排除主要依赖政府债务多增实现信贷脉冲多增的地区, 北京、浙江、四川、江苏的社融增量情况较好, 潜力较大。上半年政府债务对社融的支撑作用加强, 然而受疫情因素影响, 上海、广东等地的人民币贷款转弱。结合各地信贷脉冲、人民币贷款多增以及社融结构情况来看, 总量佳、结构好的省市分别为北京、浙江、四川、江苏, 有望对全国经济增长形成一定支撑 (图 9)。除此之外, 我们也关注政策会如何应对地区间的融资分化。除了整体, 地区协调也往往是政策的重心, 例如欧元

区内部各经济体的协调是欧央行政策论调的重要影响因素，我们往往会使用边缘欧洲国家和德国国债的利差来衡量不平衡的程度。那么我国地区之间社融的分化会如何影响央行政策？以史为鉴，区域信贷集中度通常领先再贷款再贴现一个季度，预计下半年再贷款再贴现还有加大操作规模的可能。区域社融分化后，央行通常会加大结构性货币政策的操作力度，支援薄弱地区和领域发展（图 10）。具体发力方式层面，央行曾在 2021 年二季度货币政策专栏中提到一是指导政策性银行补足区域短板，提高相关地区新增贷款占比；二是发挥全国性商业银行信贷支持“排头兵”作用；三是调动地方法人金融机构积极性，对相关地区新增再贷款额度。风险提示：货币政策超预期，疫情扩散超市场预期

（证券分析师：陶川 证券分析师：李思琪 研究助理：邵翔）

固收金工

固收点评 20220817：瑞科转债：高性能 PI 薄膜行业的先行者

事件 瑞科转债（118018.SH）于 2022 年 8 月 18 日开始网上申购：总发行规模为 4.30 亿元，3.30 亿元用于嘉兴高性能聚酰亚胺薄膜项目，剩余 1.00 亿元用于补充流动资金及偿还贷款。当前债底估值为 70.17 元，YTM 为 2.31%。瑞科转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份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 8.64%（2022-08-15）计算，纯债价值为 70.17 元，纯债对应的 YTM 为 2.31%，债底保护一般。当前转换平价为 100.36，平价溢价率为 -0.35%。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 02 月 24 日至 2028 年 08 月 17 日。初始转股价 30.98 元/股，正股瑞华泰 8 月 15 日的收盘价为 31.09 元，对应的转换平价为 100.36 元，平价溢价率为 -0.35%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.16%。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 30.98 元计算，转债发行 4.30 亿元对总股本稀释率为 7.16%，对流通盘的稀释率为 12.69%，对股本摊薄压力较小。我们预计瑞科转债上市首日价格在 113.89~127.14 元之间，我们预计中签率为 0.0010%。综合可比标的以及实证结果，考虑到瑞科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 20% 左右，对应的上市价格在 113.89~127.14 元之间。我们预计网上中签率为 0.0010%，建议积极申购。

观点 公司是国内高性能 PI 薄膜行业的先行者。公司于 2010 年完成了国家发改委“1000mm 幅宽连续双向拉伸聚酰亚胺薄膜生产线”高技术产业化示范工程，同类产品达到国际先进水平，极大推动了高性能 PI 薄膜的国产化进程。通过 15 年的持续技术研发，公司掌握了配方、工艺及装备等完整的高性能 PI 薄膜制备核心技术，已成为全球高性能 PI 薄膜产品种类最丰富的供应商之一，公司工程技术中心于 2020 年被认定为省级工程技术研究中心。2017 年以来公司营收波动下滑，2017-2021 年复合增速为 27.39%。公司 2021 年实现营业收入 3.19 亿元，同比减少 8.95%，实现归母净利润 0.56 亿元，同比减少 4.25%。自 2016 年以来，公司营业收入总体呈现波动下滑趋势。2017-2021 年复合增速为 27.39%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021

年复合增速为 54.45%。热控 PI 薄膜和电子 PI 薄膜产品为主要收入来源。2019-2021 年，热控 PI 薄膜和电子 PI 薄膜的收入总和占比分别为 81%，67%和 86%。2020 年由于其他业务收入占比的上升导致热控 PI 薄膜和电子 PI 薄膜的收入总和占比有所下降，但仍然是主要产品。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 8.14%、16.64%、14.47%、16.62%和 17.58%，销售毛利率分别为 35.32%、38.75%、39.07%、37.39%和 44.88%。财务费用率较为平稳，销售费用率下降，管理费用率波动上升且占比最大。风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：陈伯铭)

行业

电池回收再生周报：锂价维持钴镍上升，折扣系数上行，工信部大数据产业试点包含退役电池回收共享平台建设

投资要点 与市场不一样的观点：成长重于周期，估值待提升。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。因此，我们周度跟踪电池回收再生产产业链各环节价格，紧跟盈利能力趋势，验证发展逻辑。 **盈利跟踪**：盈利能力稳定提升。我们测算锂电循环项目处置三元电池料 ($\text{Ni} \geq 15\%$ $\text{Co} \geq 8\%$ $\text{Li} \geq 3.5\%$) 盈利能力，本周 (22/08/08~22/08/12) 项目平均单位碳酸锂毛利为 8.45 万元/吨，平均单位废料毛利为 1.34 万元/吨。本周锂价维持平稳，钴价镍价上升，废电池采购系数上升，盈利小幅下行。采购端折扣系数上升，维持较好的同步变动关系。当前生产主要所需液碱、硫酸等药剂价格小幅下行后仍处于高位，考虑价格回落制造成本下行，盈利能力有望进一步提升。 **金属价格跟踪**：截至 2022/08/12，1) 锂价维持。金属锂价格为 297 万元/吨，本周同比变动 0%；电池级碳酸锂 (99.5%) 价格为 47.60 万元/吨，本周同比变动+1.0%。2) 钴价上升。金属钴价格为 33.80 万元/吨，本周同比变动+6.3%；前驱体：硫酸钴价格为 5.78 万元/吨，本周同比变动-5.7%。3) 镍价上升。金属镍价格为 18.82 万元/吨，本周同比变动+2.4%；前驱体：硫酸镍价格为 3.65 万元/吨，本周同比变动+1.4%。4) 锰价回落，低于 2021 年水平。金属锰价格为 1.60 万元/吨，本周同比变动-1.2%；前驱体：硫酸锰价格为 0.71 万元/吨，本周同比变动-5.3%。 **折扣系数跟踪**：折扣系数呈上升趋势。截至 2022/08/12，折扣系数本周上涨。1) 报废三元正极片 ($\text{Li} \geq 6\%$) 折扣系数平均 184，本周同比变动+9pct；2) 三元极片粉料 ($\text{Li} \geq 6.5\%$) 折扣系数平均 192，本周同比变动+9pct；3) 三元混合粉料 ($\text{Li} \geq 4\%$) 折扣系数平均 183，本周同比变动+9pct；4) 三元电池料 ($\text{Li} \geq 3.5\%$) 折扣系数平均 179，本周同比变动+9pct；5) 三元正极料 ($\text{Li} \geq 3\%$) 折扣系数平均 176，本周同比变动+9pct；6) 钴酸锂正极片 ($\text{Li} \geq 6\%$) 折扣系数平均 133，本周同比变动+5pct；7) 钴酸锂极片粉料 ($\text{Li} \geq 6.5\%$) 折扣系数平均 141，本周同比变动+5pct。 **制造成本跟踪**：药剂成本仍在高位。截至 2022/07/31，1) 液碱 (32%) 价格为 1117 元/吨，7 月同比变动-6.2%，年初至今同比变动+13.3%。2) 硫酸 (98%) 价格为 625 元/吨，7 月同比变动-32.9%，年初至今同比变动+17.6%。 **行业动态跟踪**：1) 工信部发布 2022 年大数据产业发展试点示范项目名单。2) 博世科与东风柳汽签署动力电池回收利用协议。3) 迪生力：拟 20 亿元建 5 万吨/年电池材料回收及 5 万吨/年三元前驱体项目。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；建议关注：光华科技、格林美、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)

推荐个股及其他点评

华利集团 (300979)：2022 年中报点评：头部客户增速领跑，扩产持续推进

投资要点 公司公布 2022 年中报：22H1 营收 98.99 亿元/yoy+20.79% (剔除汇率影响 yoy+20.10%)、归母净利润 15.62 亿元/yoy+21.02% (剔除汇率影响 yoy+20.36%)。分季度看，22Q1/Q2 营收分别为 41.24/57.74 亿元、分别同比+11.39%/+28.55%，归母净利润分别为 6.48/9.14 亿元、分别同比+12.40%/+27.99%，符合业绩快报。Q2 业绩增长环比 Q1 提速，主要得益于越南疫情对生产的影响有所缓解、部分 Q1 延误订单在 Q2 弥补、Q2 毛利率较 Q1 小幅回升。Q2 量价增长提速。22H1 运动鞋销量 1.15 亿双/yoy+13.3%、ASP (美元口径) 同比+6.9% (人民币口径同比约+7.1%)，量价齐升趋势延续。其中 22Q1/Q2 销量分别为 5100/6400 万双、分别同比+7.1%/+18.7%，估算 ASP (人民币口径) 分别同比+4%/+8.3%。22Q2 量价均较 Q1 增长提速，其中量的增长主要来自越南三个新工厂产能爬坡、及 Q2 越南疫情影响减弱，价的提升主要来自核心客户 (如 Nike) 产品结构升级。头部客户增速继续领跑，随产能释放，中小客户增长有望提速。22H1 前五大客户 (我们估测分别为 Nike/Deckers/VF/PUMA/UA) 收入 (人民币口径) 分别同比+29.8%/+26.3%/+21.3%/+7.2%/-3%，收入分别占比 36.9%/20.9%/19.1%/10.3%/4.9%、合计占比 92.1%，前三大客户 Nike、Deckers、VF 表现持续亮眼，PUMA 及 UA 由于产能分配原因增速较慢。我们预计下半年 UA 增速有望改善，随 23 年新工厂投产、PUMA 增长有望提速，此外新产能的投放有助新客户 New Balance、Asics、On running 销售进一步增长。盈利能力及运营水平维持较好表现。1) 毛利率&净利率：22H1 毛利率同比-2.31pct 至 26.32%，Q1/Q2 分别为 25.65%/26.81%、分别同比-2.72/-1.13pct，主因上半年越南新工厂生产效率低于同期老工厂、同时 Q1 疫情对产能利用率有拖累，结合 22H1 期间费用率同比下滑 0.94pct 至 5.32% (主因利息收入和汇兑收益贡献)，归母净利率略升 0.03pct 至 15.78%，近年来公司净利率保持稳定。2) 存货：截至 22H1 末存货 29.57 亿元/yoy+27%，存货周转天数 69 天、较 21H1 略增 1.5 天，保持在合理水平。盈利预测与投资评级：公司为全球领先运动鞋专业制造商，22H1 业绩维持良好增长态势。下半年来看，由于 Nike 等国际品牌经销商在 20-21 年经历了供应链中断、海运问题后加大了备货，当前库存相对较高，结合欧美消费在通胀及加息环境下面临一定压力，国际品牌订单增长可能出现一定放缓。但考虑到不同品牌情况差异 (如小客户市场份额较低、受环境影响较小、仍能保持较强增长势头)、不同制造商竞争力差异 (华利的生产、开发及交付能力领先同行)，结合 23-24 年公司将有越南及印尼新工厂陆续投产，我们认为公司仍将保持相对稳健增长。考虑客户订单波动，我们将 22-24 年归母净利润从 34.8/42.9/51.0 亿元下调至 34.0/41.0/49.2 亿元，EPS 分别为 2.91/3.52/4.21 元/股，对应 PE20/17/14X，维持“买入”评级。风险提示：海外需求疲软、产

能扩张不及预期、大客户订单波动。

(证券分析师: 李婕 研究助理: 赵艺原)

金域医学 (603882) 2022 中报点评: 2022 年中报业绩点评: 业绩符合预期, 下半年常规业务有望加速增长

投资要点 事件: 公司公布 2022 半年报, 2022 上半年公司实现营收 83.12 亿元(+52.4%, 同比增速, 下同); 归母净利润 16.43 亿(+55.1%); 扣非归母净利润 16.05 亿(+55.9%); 业绩符合预期。 Q2 业绩环比增加, 下半年常规业务有望加速恢复: 2022Q2 公司营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 40.61 亿元、7.93 亿元和 7.68 亿元, 同比增速分别为 46.2%、52.2%和 53.9%, 保持高增速。我们认为下半年核酸常规筛查大概率持续, 且常规业务和特检业务有望加速恢复, 收入结构将优化。 依托精细化管理, 盈利能力持续提升: 公司 2022 上半年毛利率为 44.68%, 由于 2022 上半年新冠警车价格持续下降, 毛利率同比下降 2.01pct; 但公司依托精细化管理, 运营效率提升, 销售费用率同比下降 2.28pct 至 9.24%, 管理费用率下降 1.13pct 至 6.22%; 净利率提升 0.63%至 20.85%, 盈利能力持续提升。 跑马圈地完成, 36 家中心实验室盈利: 公司省级实验室前期已基本布局完毕, 固定资产使用效率和人员效率明显提升, 规模效应明显摊薄固定成本, 加上新冠业务催化, 2022 上半年 43 家中心实验室中, 已有 36 家实现盈利, 经营情况大幅转好。随着公司各地区实验室的稳步经营, 将有更多实验室开始盈利, 成为公司业绩支柱。 盈利预测与投资评级: 由于疫情超预期发展, 我们将公司 2022-2023 年归母净利润由 16.69/17.80 上调至 25.34/23.59 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 13/14/13 倍, 基于公司常规业务加速恢复, 且特检比例提升, 我们维持“买入”评级。 风险提示: 市场和政策变动风险, 新冠疫情不确定性等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明 研究助理: 徐梓煜)

道通科技 (688208): 2022 年中报业绩点评: 主营业务承压, 看好海外充电桩业务成长空间

投资要点 业绩回顾: 2022 年 8 月 17 日, 公司发布 2022 年半年度业绩报告。2022 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日, 公司实现营业收入 10.33 亿元, 同比下降 1.24%, 净利润 8565.23 万元, 同比下降 62.96%, 基本每股收益为 0.19 元。截止到 2022 年 6 月底, 资产总计为 44.09 亿元, 营业利润为 9937.87 万元, 应收账款为 5.95 亿元, 经营活动产生的现金流量净额为 -3.04 亿元, 销售商品、提供劳务收到的现金为 9.76 亿元。 公司上半年整体业绩下滑主要受到北美 ADAS 业务的影响, 公司尚未接到前装市场的订单, 因此同比该业务下滑; 其他主营业务中, 汽车综合诊断产品在欧美经济下滑的背景下表现仍然优异, 也体现了公司在该领域的竞争优势。 我们认为, 公司最主要的看点还是增量业务——充电桩。随着电动汽车的比例不断提升, 充电桩也迎来了快速发展。公司在原有电池检测技术的基础上推出了充放电能力更优的交直流充电桩, 借助在欧美、日韩等地的市场渠道, 利用中国的制造成本优势进行充电桩的推广, 有望获得营收的快速增长。与其他计划出海的中国充电桩企业相比, 公司在海外市场把控能力、渠道能力、品牌建设能力以及后续的维护服务等方面都拥有较大的领先优势, 我们看好公司在海外地区, 特别是欧美、日韩等发达国家的充电桩发展方向。 盈利预测与投资评级: 受到疫情影响, 公司 2022Q2 营收及利润不及预期, 我们下调此前盈利预测, 预计 2022-2024 年实现 EPS 1.19 (-0.05) /1.66 (-0.12) /2.22 (-0.23) 元, 对应 2022-2024 年 PE32/23/17X。作为汽车后市场的全球领导公司, 公司在业务上的

竞争力仍然十分强劲，2022 年海运、汇率、芯片等因素对公司的盈利能力都有积极影响；在充电桩这个新业务的拓展上，公司也在产品开发和渠道扩张上双管齐下，我们看好公司充电桩业务带来的营收快速增长，维持“买入”评级。风险提示：订单交付延期风险；行业竞争加剧风险；疫情对主营业务影响风险；充电桩业务的政策支持减弱；中国汽车检修市场仍以 4S 店为主；公司技术路线不符合市场需求等。

（证券分析师：张良卫 研究助理：刘睿哲）

爱柯迪（600933）：2022 年半年报点评：原材料+运费+汇兑影响，利润同比高增长

投资要点 公告要点：公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司实现营收 18.33 亿元，同比+16.7%；实现归母净利润 2.13 亿元，同比+7.5%；实现扣非归母净利润 1.86 亿元，同比+23.9%。其中 Q2 营收 9.31 亿元，同环比分别+20.8%/+3.1%；实现归母净利润 1.28 亿元，同环比分别+41.5%/+51.1%；实现扣非归母净利润 1.23 亿元，同环比分别+79.4%/+96.9%。业绩符合我们预期。Q2 营收逆势实现增长，外部因素改善业绩大幅提升。1）“新能源汽车+智能驾驶”的产品助力公司营收逆势增长，新能源汽车产品收入同比高增。Marklines 口径下 2022Q2 全球汽车产量约 1901.6 万辆，同环比分别-3.44%/-6.11%。乘用车口径中国市场 2022Q2 产量为 484.0 万辆，同环比分别+2.3%/-9.9%。公司 Q2 营收逆势增长，同环比分别+20.82%/+3.06%。2022H1 新能源汽车用产品收入同比增长约 200%，智能驾驶系统项目实现快速增长。2）原材料+海运费回落，毛利率环比+3.4pct。原材料价格整体有所回落，国际海运费回落明显，成本端环比优化使得公司 Q2 实现毛利率 26.77%，同环比分别-1.2pct/+3.4pct。3）汇兑收益增加降低财务费用。公司受益美元反弹回升，2022H1 实现汇兑收益 0.18 亿元。Q2 财务费用率为-2.81%，同环比分别-5.05pct/-3.71pct。Q2 期间费用率合计 9.95%，同环比分别-7.27pct/-4.12pct。4）营收高增+毛利率提升+费用端改善共同推动公司归母净利润大幅提升。“新能源汽车+智能驾驶”在手订单逐步量产，产能扩张稳步推进。1）公司积极把握电动智能产业趋势。2022 年上半年获得的新项目中，新能源汽车项目、热管理系统项目、智能驾驶系统项目寿命期内预计新增销售收入占比约为 80%。2）推进募资产产，产能持续扩张。公司拟发行可转债总额不超过 15.7 亿元，8 月已获得证监会审核通过。生产基地扩建项目相继开工建设：柳州基地完成交付；爱柯迪智能制造科技产业园项目、墨西哥北美生产基地预计下半年竣工交付；安徽马鞍山新能源汽车三电系统零部件及汽车结构件智能制造项目目前已完成土地摘牌。盈利预测与投资评级：鉴于公司下游客户价格调整逐步到位，毛利率有望持续回升，新订单加速放量，我们将公司 2022-2024 年营收从 40.41/49.45/60.42 亿元，上调至 44.23/59.33/79.48 亿元，同比分别为 38%/+34%/+34%，归母净利润分别为 5.66/7.52/10.22 亿元，同比分别为+83%/+33%/+36%，对应 EPS 分别为 0.64/0.85/1.16 元，对应 PE 为 28.21/21.23/15.62 倍，维持“买入”评级。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

恒星科技（002132）：2022 半年报点评：Q2 超预期，逻辑兑现

事件：公司发布 2022 半年报：2022H1 公司实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长 6.6%。**点评：**盈利超我们预期。公司 2022Q2 单季度归母净利润为 0.8 亿元，环比增速高达 149%，好于我们预期。金刚线业务：增速最高且估值最低。金刚石线需求景气高增，公司扩产增速为行业最高，2022 年底实现产能 4600 万 KM，有望成为行业龙二。1）出货量逐季提升，公司 2022Q1 金刚线销售量 300 多万公里，

2022H1 公司金刚线产品产销量同比分别增长 142%和 178%，2022 年 7 月公司金刚线已具备年产 2,400 万公里的产能。我们预测，公司 2022Q2-Q4 出货量将逐季提升，2022 年全年产量将达到 3000 万公里，同比增长 220%+。2) 毛利率领先，公司金刚线 2022H1 毛利率高达 50%+，同比增长 16pct，处于行业内第一梯队。后续随着规模效应，毛利率有望进一步提升。全链条的生产优势及“16 线机”的推广应用，提高了公司在该产品领域的竞争优势。有机硅：快速上量，打开新的盈利增长空间。2022H1 公司控股子公司恒星化学（持股 61%）实现净利润 0.3 亿元，截至 2022 年 6 月底有机硅主产品 DMC 已基本达到设计产能；公司计划 2022 年末达到设计产能（12 万吨）的 70%-80%，将为公司贡献更高利润增量；产区内资源丰富，可就地取材降低运输成本。低位能源及交通成本进一步提高盈利能力。传统业务：受益需求回升+成本下降。2022Q1 该部分经营主要受疫情和成本影响。公司金属制品产能 42 万吨，后续仍有 20 万吨钢帘线在建产能，随着疫情恢复带来需求回升，以及成本端原料跌价，盈利弹性不容小觑。公司近期公告与广西交投商贸签订《钢绞线采购合同》，总金额高达 3.86 亿元，对业绩形成强力支撑。盈利预测与投资评级：基于公司 2022H1 报告及未来扩产计划，我们维持公司 2022-2024 年收入为 60/95/99 亿元，同比增长 78%/58%/4%；我们基本维持公司 2022-2024 年归母净利润为 4.8/9.9/10.5 亿元，同比增长 239%/108%/6%，对应 PE 分别为 20/9/9x。考虑公司金刚线逐步放量且盈利能力增强，金刚线业务利润占比有望超过 50%，则对标金刚线同业，公司显著被低估，因此维持公司“买入”评级。风险提示：原材料价格波动；项目推进不及预期；疫情反复。

（证券分析师：杨件 研究助理：王钦扬）

华润啤酒（00291.HK）：2022H1 业绩点评：高端化进程稳步推进，降本增效业绩超预期

投资要点 高端化进程持续推进，量稳价增迎来超预期表现：1) 量稳：在 2022H1 受多地疫情严峻影响下，公司销量依然稳健，高端化进程持续推进。2022H1 销量 630 万千升（yoy-0.7%），次高及以上产品销量 114.2 万千升（yoy+10.0%），占比总销量 18.1%（yoy+1.7pct），其中国内品牌 superX、雪花纯生及马尔斯绿销量持续增长，国际品牌喜力 2022H1 销量取得双位数增长。2) 价增：成本驱动提价以及产品结构升级带来公司吨价持续提升。为抵消原材料大麦及包材铝罐成本上涨压力公司在 2022 年上半年对部分产品提价，2022H1 啤酒平均销售价格为 3,338 元/千升（yoy+7.7%）。3) 业绩超预期：受益于量稳价增及行业高端化进程不断推进，带动公司业绩上扬势头不减。2022H1 公司总营收 210.1 亿元（yoy+7.0%），其中中区发展态势良好，2022H1 东区/中区/南区营收分别为 yoy+5.8%/+14.4%/+3.2%，EBIT 分别 yoy-33.2%/+19.2%/+2.5%，2022H1 归母净利润 38.0 亿元。成本费用结构不断优化，降本增效带来盈利能力持续提升：销售费用及行政费用缩减不断优化成本结构。由于上半年市场推广及广告费用减少，2022H1 销售费用 32.2 亿元（yoy-2.2%）；同时 2022H1 上半年尚未关厂，固定资产减值亏损以及一次性员工补偿安置费用投入减少使得 2022H1 行政及其他费用 13.5 亿元（yoy-17.8%），截至 2022 年 6 月底公司工厂有 65 家，年产能 1830 万千升，产能使用率 yoy+1pct。费率降低，公司盈利能力持续提升。2022H1 公司毛利率 42.3%，同比基本持平，由于降本增效公司 2022H1 归母净利润 38.0 亿元，同比核心口径（剔除关厂固定资产和一次性员工补偿安置费用及出让土地收入，以下盈利预测部分为此同口径）+20.4%，归母净利率 18.1%，同

比核心口径+2.0pct, EBIT 为 51.6 亿元, 同比核心口径+17.2%。盈利预测与投资评级: 在量价假设基础上, 我们上调 2022-24 年归母净利润 41.9/51.0/59.5 亿元 (前值为 36.7/48.0/59.4 亿元), 其中 2022 年核心归母净利润 38.1 亿元 (yoy+6.2%), 2022-24 年归母净利润同比增速分别为 -9%/+22%/+17%, 对应 PE 37/31/26 倍。公司在行业处于龙头地位, 降本增效优势显著, 伴随行业高端化升级, 长期看好公司前景。当前估值处于低位, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情影响餐饮复苏不及预期; 成本上涨风险; 竞争格局变化。

(证券分析师: 汤军 研究助理: 李昱哲)

芒果超媒 (300413): 2022 年中报点评: 主业竞争力持续提升, 外部环境有望逐季改善

投资要点 事件: 公司披露 2022 年中报, 2022Q2 实现营业总收入 35.91 亿元, 同比下降 6.6%; 归母净利润 6.83 亿元, 同比增长 0.8%。Q2 外部压力延续, 但环比改善明显。公司核心主业芒果 TV 互联网视频业务 2022H1 实现收入 52.27 亿元, 同比下降 11.36%; Q2 实现收入 27.59 亿元, 环比增长 11.81%。收入下滑主要来自广告业务, 上半年广告收入同比下滑 31%, 主要系 2021H1 基数较高, 以及宏观经济及疫情影响广告行业景气度。但会员收入和运营业务收入均实现增长, 2022H1 分别同比增长 6.48% 和 19.31%, 达 18.58 亿元和 12.06 亿元。芒果 TV 互联网视频业务毛利率有所提升, 同比提升 0.65pct 至 43.47%。内容孵化功力持续进化, 为公司长期发展提供支撑。2022H1 芒果 TV 上线 36 档综艺节目 (其中双平台自制或定制节目 33 档), 其中创新综艺《声生不息》《春日迟迟再出发》、综 N 代《乘风破浪 3》《大侦探 7》播映指数排名均位居行业前列; 《乘风破浪 3》播出效果超越前两季, 广告合作客户达 27 个, 招商客户数领衔上半年度综艺市场。微短剧方面亦开始孵化爆款, 《念念无明》播放量超 6 亿次。我们认为公司打造优质内容的能力正在持续进化, 短期外部压力未影响公司长期发展逻辑。发力电商、布局数字藏品等动作有望扩展 IP 变现方式。2022H1 小芒电商完成增资扩股, “内容+视频+电商”的商业闭环加快构建, 推出“小芒年货节”“云裳晓芒”等多场主题晚会拉动消费转化; 并孵化了“芒品牌”, 拓展超 500 家国潮国货商家。2022H1 内容电商收入同比增长 1.43% 至 9.45 亿元。此外, 公司开始布局数字藏品业务, 基于芒果 TV 光芒链的数字藏品平台已于 3 月上线, 并推出《尚食》NFR 人物卡、《乘风破浪 3》相关数字藏品, 公司布局该领域有望打开优质 IP 变现空间。外部环境边际改善, 下半年内容储备值得期待。截至 2022 上半年, 公司共有综艺制作团队 48 个, 相比 2021 年年末的 26 个显著增加, 为公司稳定输出高质量综艺节目提供保障。目前重点综艺《披荆斩棘 2》已定档 8 月 19 日。优质内容是公司用户增长、广告业务发展的重要支撑, 随着宏观经济回暖、广告主预期改善, 以及内部资源的进一步整合, 我们认为最差的时点或已过去, 2022 年下半年业绩增速有望修复。盈利预测与投资评级: 考虑到短期宏观经济和业务调整的影响, 我们将公司 2022-2024 年 EPS 由 1.35/1.60/1.84 元调整为 1.28/1.53/1.76 元, 当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 24/20/17 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险, 疫情影响超预期, 节目上线不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖)

恒润股份 (603985): 2022 年中报业绩点评: 业绩短期承压, 看好下半年量利齐升

事件: 公司发布 2022 年中报。2022H1 公司实现营业收入 8.11 亿元, 同比-32%; 实现归母净利润 0.43 亿元, 同比-83%。受风电行业需

求短期下降影响，H1 收入端出现一定下滑。2022H1 公司实现营业收入 8.11 亿元，同比-32%，其中 Q2 实现营收 4.39 亿元，同比-23%，出现一定下降。2022H1 风电行业进入缓和期，叠加平价上网、疫情、建设进度等因素影响，下游招标价格竞争激烈，风电场开工审慎，致使公司风电塔筒法兰产品订单减少，同时价格有所下降。此外，由于公司所在地区 5 月出现疫情，Q2 生产经营也有受到部分疫情封控政策影响。短期来看，随着第一批风光大基地投产，下半年风电装机有望大幅提升，我们预计 2022 全年我国风电装机有望超过 55GW。此外，据我们不完全统计，2022 年 1-7 月我国风电公开招标约 56GW，2022 全年招标有望超过 100GW，将支撑 2023 年大规模装机。风电行业对法兰需求将快速释放，公司有望迎来量价齐升拐点，收入端有望大幅回升。产品降价致使盈利能力明显下降，看好下半年盈利水平回升。2022H1 公司实现归母净利润 0.43 亿元，同比-83%；销售净利率为 5.24%，同比-15.22pct，盈利能力大幅下降。1) 毛利端：2022H1 销售毛利率为 11.66%，同比-21.99pct，核心在于受产品降价影响，风电塔筒法兰毛利率由 39.68%下降至 11.09%。2) 费用端：2022H1 期间费用率为 6.50%，同比-2pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.15、+0.43、-0.78 和-1.51pct。3) 2022H1 投资收益达到 1160 万元，2021H1 为-308 万元，主要系理财产品赎回产生收益，对毛利率下滑实现一定对冲。展望下半年，随着公司海风订单回暖&原材料成本下降，公司盈利水平有望大幅回升。一方面，公司海风法兰盈利水平显著高于陆风法兰，下半年海风法兰订单有望环比大幅提升。此外，5 月份以来钢铁等原材料价格大幅下降，部分地区炼钢生铁等大宗产品均价降幅超过 20%，公司成本端压力明显缓解，将进一步释放盈利空间。风电法兰具备持续扩张潜力，布局风电轴承&齿轮打开成长空间。作为业内少有同时掌握锻件和深加工技术的企业，公司借助资本市场资源，具备平台化发展持续扩张的潜力。1) 在风电行业内：①公司海上大功率法兰技术持续突破，9MW 已经量产，2021 年募投项目将生产能力扩充至 12MW，达产年产值达到 12.46 亿元，夯实公司在风电法兰领域核心竞争力。②2021 年募投加码风电轴承&齿轮项目，完善风电产业链布局，达产年产值分别为 19.51 和 24.55 亿元，进一步打开成长空间，其中轴承项目基建已基本完工，有望快速放量。2) 此外，公司产品还广泛应用于石化、金属压力容器、机械等行业，看好公司在产能放宽背景下，在其他领域市场份额快速提升。盈利预测与投资评级：考虑到疫情及海风开工等影响，我们谨慎下调公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 3.82、6.55 和 9.59 亿元（原值 4.78、7.14 和 10.34 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 36、21、14 倍。基于公司风电法兰的市场竞争力，以及轴承业务的成长潜力，维持“买入”评级。风险提示：风电行业装机量下滑，原材料价格上涨，市场竞争加剧等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

川投能源（600674）：2022 半年报点评：业绩高增长符合预期，三季度在极端气候压力下仍有超预期可能

投资要点 事件：公司公告 2022 年半年报，2022 上半年实现收入 4.76 亿元，同比增长 1.81%；归母净利润为 15.60 亿元，同比增长 19.02%；扣非后归母净利润为 15.34 亿元，同比增长 18.95%。2022 中报业绩与快报一致，Q3 在极端天气下雅砻江仍有超预期可能。1) 中报业绩与此前业绩快报一致，2022Q2 单季度收入为 3.02 亿元、同比增长 18.48%；归母净利润为 10.02 亿元、同比增长 50.84%；扣非后归母净利润为 9.81 亿元、同比增长 51.91%，符合预期。2) 根据人民日报

公开信息，今年受“伊朗”高压和西太平洋副高的异常影响，雅砻江流域在主汛期遭遇历史特枯来水，7月较多年均值偏少45%，8月上中旬偏少60%。雅砻江公司根据6月来水偏多的实际和对后期来水偏少的预测，提前启动两河口水电站第三阶段蓄水。6月底两河口较计划多蓄水量5.8亿立方米，增加雅砻江流域梯级电站蓄能约17亿千瓦时。7月，在供电形势异常紧张且来水严重偏枯的情况下，为避免梯级电站因来水不足而降低保供能力，雅砻江公司果断推迟两河口水电站第三阶段蓄水近2个月，将6月两河口水库多蓄的5.8亿立方米水量及7月1日以来两河口断面约30亿立方米来水全部用于电力保供。

3) 在四川遭遇极端高温干旱天气期间(7月1日至8月15日)，雅砻江梯级电站累计完成发电量170.5亿千瓦时，同比增加27.2%(36.5亿千瓦时)；流域水电发电量547.2亿千瓦时，同比增长28.7%(122.1亿千瓦时)。雅砻江梯级电站7月以来的日均供应电量超过3.6亿千瓦时。根据三大水库目前蓄水量，至少还能保持此日均发电量20天。因此，在极端气候的压力考验下，雅砻江水电在三季度仍存在超预期可能。

雅砻江水电：具备优质资源禀赋的稀缺资产，两、杨电站将贡献业绩增量。

1) 资源禀赋：雅砻江干流规划开发22级电站，规划可开发装机容量3000万千瓦，在全国规划的十三大水电基地中，装机规模排名第三。根据公司长期的发展规划和战略目标，实施绿色能源开发两个“四阶段”战略，预计未来数年，雅砻江水电仍具持续成长性。

2) 盈利能力：2019-2021年，公司机组平均利用小时数相比四川省平均利用小时数分别高出1411、1092、855小时，且ROE常年维持在11%-15%之间，盈利能力较为稳定。

3) 成长空间：两河口和杨房沟电站已全部建成投产，相比雅砻江原有机组容量提升30.61%。极度保守预测下，两、杨电站投产后将贡献增量净利润15.66亿元。假设2022年川投能源分红比例从2021年的57.08%提升至60%，则对应目前股息率为4.09%，价值低估。

盈利预测与投资评级：我们维持预计2022-2024年EPS分别为0.80、0.83、0.86元，对应PE分别为16、16、15倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、终端销售电价受到政策影响持续下降等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉)

德业股份(605117)：德业股份2022年中报点评：储能及微逆高速增长，出货盈利超市场预期

投资要点 事件：公司发布2022年半年报，2022H1实现营业收入23.73亿元，同比增长23.26%；实现利润总额5.21亿元，同比增长103.20%；实现归属母公司净利润4.5亿元，同比增长100.41%。其中2022Q2实现营业收入15.32亿元，同比增长44.44%，环比增长82.16%；实现归属母公司净利润3.18亿元，同比增长155.62%，环比增长140.95%。2022H1毛利率为27.43%，同比增长6.67pct，归母净利率为18.98%，同比增长7.31pct；2022Q2归母净利率20.78%，同比增长9.04pct，环比增长5.07pct，主要系逆变器业务占比提升及人民币兑美元贬值所致。公司业绩超市场预期。微逆引领光伏逆变器增长。2022H1逆变器业务实现营收11.5亿元，占比49%，利润占比80%+，超越除湿机与热交换器正式成为公司第一大业务。其中组串/微逆实现营收3.1/2.1亿元，同增91%/462%，出货11.4/20.1万台，同增67%/437%。其中2022Q2分别实现营收1.9/1.7亿元，出货8/16万台，环增135%/300%，毛利率分别为36.94%/36.22%，环比提升2.9/5.2pct，主要系人民币贬值带来毛利率的提升。单台售价分别为2400/1060元，环比-31%/+6.7%，组串售价环降主要系市场结构变化所致。微逆业务出货实现最快增速，领衔增长，主要系巴西大客户订单增多叠加欧洲

快速增长, 2022H1 巴西出货占比达 80%, 我们预计 2022 年组串出货 25 万台, 同比微增, 微逆出货达 65 万台, 翻 6-7 倍增长, 2022Q4 进军微逆最大市场美国, 我们预计 2023 年公司微逆出货继续翻倍增长。储能强势爆发, 欧洲市场拓展后将持续高增。2022H1 公司储能业务实现营收 6.16 亿元, 出货 7.85 万台, 同增 200%, 其中 2022Q2 实现营收 4.5 亿元, 出货约 5.2 万台, 环增 90%+, 单台售价约 8600 元, 环增 35%, 主要系单台瓦数及单瓦售价均有所提升。盈利方面, 储能毛利率 45.87%, 环比+6.9pct, 主要系人民币兑美元贬值及规模效应体现。美国、南非市场市占率不断提升叠加欧洲、巴西市场新增开拓, 海外市场多点开花, 2022H2 随公司欧洲市场逐步开拓, 储能将继续强势增长, 我们预计 2022 年出货 30 万台, 翻 3-4 倍增长, 同时 2022H2 公司推出储能电池包, 扩充储能业务产品。其中, 电池包与储能逆变器渠道一致, 可充分发挥公司业务协同优势。需求旺盛下公司不断进行产能扩张顺应需求, 2023 年或达百亿产值产能。盈利预测与投资评级: 基于户储、微逆需求旺盛, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.4/25.2/41.6 亿元 (前值为 9.7/17.6/26.5 亿元), 同增 114%/103%/65%。我们给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 526.5 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 研究助理: 郭亚男)

舍得酒业 (600702): 短期 Q2 低于预期, 更期待 Q3 旺季表现, 中长期经营思路不变

投资要点 2022H1 公司营收 30.25 亿/+26.51%, 归母净利润 8.36 亿元/+13.6%。22H1 综合收入符合回款表现, 表现相对稳健。22H1 营业总收入 30.25 亿/+26.51%, 公司合并报表半年度预收款 4.32 亿元, 同比+16.8%, 环比下降 2.26 亿元, 母公司预收款 11.9 亿元, 与合并报表预收款之间差距 7 个亿左右, 合理推测报表表现相对符合上半年任务过半的节奏。低档酒 H1 表现, H2 更看舍得系列。22H1 中高档酒 24.06 亿元/+28.16%, 低档酒 4.15 亿元/+31.05%, 单 Q2 中高档酒 8.31 亿元/-21.01%, 低档酒 2.06 亿元/-2.70%。整体来看舍之道、陶醉系列、老酒相对表现更好, 水晶舍得、智慧舍得增速相对放缓, 随着疫情环比改善, 我们预计 Q3 舍得系列表现会更好。从销售渠道来看, 22Q2 受疫情影响发货和消费场景, 批发代理渠道 9.7 亿元/同比-18%, 电商渠道 0.68 亿元, 21 年同期电商渠道 0.79 亿元, 同比-14.26%。Q2 业绩表现低于预期, 主要系毛利率的影响。单 22Q2 归母净利润 3.05 亿元、同比下降 29.67%, Q2 净利率 27.11%, 同比下降 5.22pct。其中, 毛利率 73.79%, 同比下降 5.89pct, 我们预计主要系 1) 低档酒 Q2 占比提升至 20%, 同比+3%; 2) 运费 H2 同比+28%; 3) 预计可能还有部分货折的影响。税金率 13%左右, 基本持平; 销售费用 15.61%, 同比增加 1pct, 期间费用率总体保持持平且低位。提升品牌先稳价, 真实渠道表现相对健康, 看好 Q3 的旺季表现及中长期发展。从长期经营思路来看, 公司将维持提品牌、聚焦战略大单品和城市、价稳中有升、控库存、优招商持续向前走, 比如 Q1 水晶舍得串货和乱价, 2 月份开始停止水晶舍得的发货, 牺牲量来稳价; 比如品味舍得, 不管是要推第五代还是逐步减少搭赠, 从长期维度要持续把大单品价格往上做, 今年以来批价稳定在 360-370 元左右; 比如经销商数量截至 Q2 末是 2456 家, 同比+412 家, 环比+47 家。经营思路未有变化, 渠道表现相对健康, 核心市场库存保持 2 个月的水平, 展望 Q3 旺季, 在今年稳健的基础上舍得有望进入放量的阶段。盈利预测与投资评

级：今年是上一轮股权激励的最后一年，全年完成目标的概率大，明年也有望推出新的股权激励，叠加综合考虑整体行业端的经营压力，我们先调整舍得 2022-2024 年归母净利润为 16.4/22.2/27.5 亿元（前值 18/24/30 亿元），分别同比+32%/+35%/+24%（前值 31%/23%/18%），当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 33/25/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期、老酒战略不及预期、食品安全问题。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

香港交易所 (00388.HK)：2022 半年报点评：市场下行拖累短期业绩，利好政策频现迎成长性

投资要点 事件：香港交易所发布 2022 半年报，公司 2022 上半年营业总收入同比下降 18%至 89.37 亿港元；股东应占溢利同比下降 27%至 48.36 亿港元。交投活跃度下行影响公司整体业绩下滑：2022H1，公司营业总收入同比-18%至 89.37 亿港元（2022Q2 单季度环比-9%至 42.47 亿港元），股东应占溢利同比-27%至 48.36 亿港元（2022Q2 单季度环比-18.7%至 21.68 亿港元）。1）交投下滑致交易相关费用收入减少，衍生品业务相对具有韧性：2022H1 联交所平均每日成交金额同比-27%至 1,383 亿港元（2022Q2 同比-14%至 1297 亿港元，单季度整体降幅收窄，释放积极信号），直接影响公司交易费及交易系统使用费/结算及交收费（主要来源于结算业务）分别同比-13.9%/-14.3%至 35.5/22.9 亿港元；其中现货市场的交易费及交易系统使用费受到影响同比-25.1%至 17.9 亿港元。2）指数下行致投资收益下降：2022H1 恒生指数/恒生科技指数-6.1%/-12.8%，带动港股总市值较年初-7.3%至 61 万亿港元（Wind 口径），影响公司集体投资计划的公平值亏损净额 5.11 亿港元（2021H1：收益 3.21 亿港元）。公司 2022H1 投资收益净额同比-88.5%至 0.89 亿港元，公司结算业务/公司项目投资收益净额受到影响分别同比+35%/-188%至 4.67/-3.78 亿港元，结算业务投资收益净额提升主要是由于 2022H1 保证金平均金额上升，且港元及美元存款息率调升，但受存款到期日的滞后效应所影响。3）电子招股服务费下降致存管费用减少：电子首次公开招股数量减少直接影响招股服务费用减少，导致公司存管、托管及代理人服务费（主要来源于结算业务）同比-27.2%至 6.5 亿港元。互联互通+互换通+中概股回流上市有望为港交所带来新成长性：1）ETF 互联互通拉动香港市场 ETF 成交金额增长：在市场相对疲弱的情况下，2022H1 香港证券市场 ETF 平均每日成交金额同比+59%至 97 亿元；2022 年 7 月 4 日起合格 ETF 被纳入沪深港股通，港交所将于 2022 年下半年继续强化互联互通机制，深化香港与内地资本市场的联系。2）“互换通”提升港交所连接中枢地位：香港与内地利率互换市场合作（“互换通”）将于 2023 年 1 月启动，初期“北向通”，未来将延展至“南向通”，我们预计互联互通产品将日益多元化，提升港交所连接器地位。市场对衍生产品需求增加，2022H1/2022Q2 期交所衍生产品合约期货及期权平均每日成交合约张数分别同比+35%/+56%至 70.5/70.4 万张（2022H1 香港证券市场该项数据同比+8%至 130 万张），推动衍生品业务交易费及交易系统使用费同比小幅增长 1.4%至 10.4 亿港元，相对具有韧性。3）中概股回流上市有望提升香港市场流动性：截至 2022 上半年，于港交所 IPO 的公司共 27 家（集资额 197 亿元，同比-91%），且有 189 宗上市申请正在处理中；SPAC（特殊目的收购公司）上市机制实施后，共 2 家 SPAC 在港交所上市（集资 20 亿元），且有 11 宗 SPAC 上市申请正在处理，阿里巴巴及哔哩哔哩将于 2022 年年底前转为双重上市，稳固香港作为中概股回流上市的首选优质市场角色。盈利预测与投资评

级：港交所基于“稀缺赛道+轻资产”的运营模式，各项业务长期来看将蓬勃发展。但考虑到港股交投活跃度下行，我们下调 2022-2024 年股东应占溢利预测至 126.35（133.91）/146.02（151.68）/166.19（173.99）亿港元，对应 EPS 分别为 9.97/11.52/13.11 港元，对应 PE 为 34.24/29.62/26.03 倍，我们维持“买入”评级。风险提示：交易所竞争加剧；互联互通不及预期；疫情控制不及预期。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔 研究助理：方一字）

厦门象屿（600057）：2022H1 点评：扣非归母净利润+29%近预告上限，业务结构持续改善

业绩简评 公司发布 2022 中报。2022H1，公司实现收入 2542 亿元，同比+16.8%；实现归母净利润 13.66 亿元，同比+20.2%；扣非净利润 15.05 亿元，同比+28.6%。公司收入、扣非净利润近预告上限，归母净利润符合预告。归母净利增速低于扣非净利的原因在于 2021H1 公司产生 1.44 亿元的股权转让收益，还原该影响后 2022H1 归母净利润同比+38%。

经营分析 2022Q2，公司实现收入 1402.87 亿元，同比+9.4%；归母净利润 9.00 亿元，同比+14.9%，扣非净利润 8.18 亿元，同比+14.3%。本季度公司利润率有所改善，销售毛利率/净利率为 2.33%/ 0.94%，同比+0.23/+0.21pct。公司利润率的提升一方面是经营规模增长、规模效益的体现，另一方面得益于产品结构优化，利润率较高的新能源等业务收入增速高。大宗品供应链板块及物流板块均取得增长：分板块看，2022H1 公司大宗商品经营板块收入为 2457 亿元，同比+16%；大宗商品物流板块收入为 38.7 亿元，同比+8.9%。两大板块已经形成互联互通、相互促进的发展格局，效益稳步提升。

产品组合优化，盈利能力改善：①2022H1，公司金属矿产收入 1717 亿元/+3.6%yoy，在经营货量同比-17%的情况下毛利润额同比+5.6%，主要因公司主动优化产品组合，黑色金属货量及收入下降，不锈钢、铝等高价值产品货量提升。②农产品收入 241 亿元/+14.8%yoy，但毛利率为 3.8%/ -2.1pct。主要因为毛利率较高的竞拍粮业务占比下降，及疫情影响下谷物原粮销售周期有所延后。③能源化工收入 396 亿元/+92%yoy，主要受益余公司加快内贸煤、蒙煤业务开发。④新能源收入 87 亿元/+126.4%yoy，毛利润额同比+330%，主要受益于公司强化海外资源获取和全产业链服务能力，推进与下游锂电主流正极材料厂商长期合作。公司近 3 年新能源业务的利润复合增速超 100%。

盈利预测与投资评级：厦门象屿是国内大宗一体化供应链龙头企业。未来随企业对一站式服务的要求日益提升，龙头企业市场份额有望不断提升。目前公司核心产品的市场占有率大多在 2~3%，结构均衡，且相比国际巨头仍有广阔增长空间。我们预计厦门象屿 2022-24 年归母净利润为 26.0 / 34.9 / 39.9 亿元，同比增速为 20% / 34% / 14%，8 月 17 日收盘价对应 7.5 / 5.6 / 4.9 倍 P/E。维持“买入”评级。风险提示：大宗品价格波动，坏账风险，新品类拓展不及预期等

（证券分析师：吴劲草 研究助理：阳靖）

美亚光电（002690）：2022 年中报业绩点评：疫情影响营收表现，汇兑收益致利润端超市场预期

事件：公司发布 2022 年中报。2022H1 公司实现营业收入 9.04 亿元，同比+10.19%；实现归母净利润 3.24 亿元，同比+30.24%。疫情致使 CBCT 延期确认收入，收入端仍实现小幅增长 2022H1 公司实现营业收入 9.04 亿元，同比+10.19%，其中 Q2 营业收入为 5.02 亿元，同比+6.72%，基本符合市场预期。分产品来看：1）色选机：需求较为刚性，受疫情影响较小，尤其海外出口业务持续回暖。2022H1 实

现收入 5.36 亿元, 同比+14%, 其中出口收入 1.79 亿元, 同比+31.42%; 色选机收入占比为 59.23%, 同比+2.01pct。2) 医疗设备: 2022H1 实现收入 2.99 亿元, 同比-0.22%; 收入占比为 33.08%, 同比-3.45pct, 增速有所停滞, 我们判断主要系疫情影响下, 部分 CBCT 存在延期确认情况。2022 年 6 月初举办的“美亚医疗 10 周年”网上团购节活动中, 公司实现了 1519 台订单的销售佳绩, 再创单次团购历史新高, 在手订单充足。3) X 射线工业检测机: 2022H1 实现收入 5416 万元, 同比+28%; 收入占比为 5.99%, 同比+0.84pct。4) 配件: 2022H1 实现收入 1536 万元, 同比+70%; 收入占比为 1.70%, 同比+0.60pct。展望下半年, 随着国内疫情管控逐步放开, 我们看好公司各项业务持续恢复, 2022 年收入端仍有望实现稳步增长。汇兑收益大幅提升, 净利润端超市场预期。2022H1 公司实现归母净利润 3.24 亿元, 同比+30.24%; 销售净利率为 35.86%, 同比+5.52pct, 盈利水平明显提升, 超市场预期。1) 毛利端: 2022H1 公司销售毛利率为 51.42%, 同比-0.50pct, 其中色选机和医疗设备毛利率分别为 47.70%和 58.21%, 分别同比+0.34pct 和-0.61pct, 医疗设备毛利率下降为销售毛利率略有下降的主要原因。2) 费用端: 2022H1 公司期间费用率为 13.23%, 同比-7.49pct, 大幅下降。2022H1 公司销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.70、+1.30、-1.25、-5.84pct, 其中管理费用率有所提升, 主要系公司股权激励摊销费用所致; 财务费用率明显下降, 主要系报告期内汇兑收益 4635 万元, 是公司 2022H1 盈利水平明显提升的主要驱动力。股权激励利好公司长期发展, 公立医院+海外市场持续突破公司实施 2021 年限制性股票激励计划, 首次实际授予 243 名核心骨干员工 226.8 万股; 同时, 公司 2021 年限制性股票激励计划顶格设置预留权益, 以增强激励的持续性和灵活性。考核方面, 2022-2023 年公司营业收入相比 2020 年营收增长率不低于 40%和 60%。长期来看, 公司在公立医院市场拓展取得积极进展, 解放军南部战区总医院、西安交通大学口腔医院等众多公立医院成为公司口腔 CBCT 用户, 口腔 CBCT 首次出口澳洲、非洲, 并获得日本市场准入许可, 在打开成长空间的同时, 也有助于后续公司其他医疗设备推广。盈利预测与投资评级: 考虑到疫情缓解后公司各项业务有望持续恢复, 我们维持 2022-2024 年归母净利润预测分别为 6.20、7.48 和 8.93 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 35、29 和 24 倍, 维持“买入”评级。风险提示: CBCT 出货量不及预期、色选机海外出口出现波动等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连)

通威股份 (600438): 通威股份 2022 年中报点评: 硅料量利双增, 新技术量产即将落地!

投资要点 事件: 公司 2022H1 实现营业收入 603.4 亿元, 同增 127.2%; 实现利润总额 168 亿元, 同增 350%; 实现归属母公司净利润 122.2 亿元, 同增 312.2%。其中 2022Q2 实现营业收入 356.5 亿元, 同增 123.6%, 环增 44.4%; 实现归属母公司净利润 70.3 亿元, 同增 231.8%, 环增 35.3%。2022H1 毛利率为 35.1%, 同增 10.8pct, 2022Q2 毛利率 35.7%, 同增 9.15pct, 环增 1.61pct; 业绩超市场预期。产销两旺, 硅料量增利升。2022H1 公司产能利用率达 119%, 实现产量 10.73 万吨, 同增 112%, 国内市占率近 30%。公司 2022H1 硅料权益出货约 8.8-9.3 万吨, 同增 98%, 其中 2022Q2 出货约 5.8-6.2 万吨, 权益出货约 4.9-5.1 万吨, 环增 20%+。2022Q2 硅料价格持续上涨, 测算 2022Q2 含税均价约 25 万元/吨, 单吨净利约 13 万元+, 创历史新高。2022Q3 以来受行业产能检修影响, 硅料价格环涨 10.3%, 突破 30 万元/吨高位; 公司包头二期 5 万吨已顺利点火, 2022H2 爬坡增产, 2022 全年

可贡献 1 万吨+产量。我们预计公司 2022 年出货将达 22 万吨+ (权益出货约 20 万吨), 假设单吨净利 10.5~11 万元, 对应 2022 全年硅料利润 200+亿元! 电池盈利修复、N 型量产即将落地。2022H1 电池出货 21.79GW, 同增 55%, 其中 2022Q2 出货 11-12GW, 同增 47%, 大尺寸出货超 75%。2022 年供需改善下盈利修复, 测算 2022Q2 大尺寸盈利达 3-4 分/W (按 6 年折旧)。截至 2022Q2 公司电池产能 54GW, 2022H2 金堂二期 8GW、眉山三期 8.5GW 落地, 我们预计 2022 年底产能超 70GW, 大尺寸占比超 90%。我们预计 2022 全年电池出货达 45GW, 平均盈利 3-4 分/W, 对应电池业务利润 15-20 亿元。公司深入布局多种技术路线, 目前具备 1.4GW HJT 及 1GW TOPCON 产能。眉山三期 8.5GW 将采用 PECVD 路线 TOPCon 技术, 平均效率超 24.7%。同时公司 HJT 电池最高效率已达 25.67%, 替代银金属化技术亦取得重要成果, 后续围绕 HJT 提效降本继续攻关, N 型时代保持领先地位! 产能持续加码、布局组件迎增长。2022 年 8 月 17 日晚公司公告拟建设包头三期、保山二期各 20 万吨产能, 总投资约 280 亿元, 折算单吨投资约 7 亿元。乐山三期 12 万吨已于 2022 年 7 月底开工, 我们预计 2023H2 投产, 单体超 10 万吨, 有望进一步降低成本! 包头三期、保山二期公告预计 2024 年投产, 届时硅料产能达 75 万吨, 规模优势明显! 硅料+电池成本优势明显, 公司纵向布局组件业务, 打造通威自主品牌。前期以国内地面电站为主, 正在积极进行海外认证, 后续拓展全球渠道。上游优势明显, 组件业务有望带来公司进一步增长! 盈利预测与投资评级: 基于硅料价格持续超预期, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 227/195/166 亿元 (前值 227/195/166 亿元), 同比+176%/-14%/-15%。我们给予 2023 年 17xPE, 目标价 73.6 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 研究助理: 郭亚男)

三峡水利 (600116): 2022 半年报点评: 传统配售电和新兴电力及储能业务大超预期, 非经损益拖累业绩

投资要点 事件: 公司公告 2022 年半年报, 上半年实现收入 52.14 亿元, 同比增长 14.15%; 归母净利润为 2.81 亿元, 同比增长-34.87%; 扣非后归母净利润为 3.83 亿元, 同比增长-5.97%。传统配售电业务大超预期, 定增持有的涪陵电力非经损益拖累业绩。根据公司 2022 年半年报内容, 传统业务方面: 1) 配售电业务: 上半年发电量、上网电量分别增长 22.00%、12.32%, 售电量增长-0.67%, 由于自发电量增长明显, 传统配售电业务实现营业利润 4.40 亿元, 同比增长 52.77%, 占比当期营业利润为 127.14%, 大超市场预期。2) 投资收益: 上半年实现营业利润 0.99 亿元, 主要是对天泰能源、黔源电力、赤壁碳素确认的投资收益, 同比增长 39.44%。3) 公允价值变动损益: 为-2.08 亿元, 主要是通过定增持有涪陵电力股份的公允价值变动下降所致, 占比当期营业利润为-60.19%。4) 其他收益: 0.50 亿元, 主要系农网还贷政府补助、移民迁建补偿、农村小水民增效扩容改造补助等, 以及重庆锰业收到政策性关停奖补资金所致。注: 2021 年上半年公司实现锰业、贸易业务营业利润 1.54 亿元, 2022 年 Q1 公司锰矿停产、Q2 电解锰价格大幅下跌, 拖累该业务表现。综合能源服务、市场化售电、储能、电池等新兴业务推进速度显著超预期。根据公司 2022 年半年报和董事会决议公告, 新兴业务方面: 1) 综合能源服务, 公司在万州区投资 11.1 亿元建设的首个综合能源示范项目-万州经开区九龙园热电联产项目规划建设三台锅炉及两台发电机组全部建成投运, 有望为公司每年贡献 0.5-1.0 亿元的净利润增量。2) 公司以天然

气分布式能源方式，为赣锋锂电在重庆两江龙兴园区年产 20GWh 的新型锂电池研发及生产基地提供冷热电三联供。3) 市场化售电，公司下属控股和参股售电公司已签约用户 706 家，签约电量超 113 亿千瓦时，2022 上半年实际结算电量超 50 亿千瓦时。4) 储能业务，公司依托市场化售电资源优势，挖掘客户用能需求，在广东等地积极推进用户侧储能业务并取得突破，报告期内投资立项 24 个用户侧储能项目，总容量 36.42MWh，已建成投运项目 6 个，总容量 12.2MWh。5) 电动重卡换电，公司已在内蒙、重庆等地落地电动重卡一百余台，建成投运充换电站 5 座，完成电动重卡数字能源平台部分基础功能开发。6) 公司与长江电力、赣锋锂业、绿色基金管理公司签订合作备忘录，拟共同投资设立电池资产管理公司，开展电池资产管理服务业务，实现合作各方的优势互补和资源共享。 盈利预测与投资评级：我们维持预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.56、0.64、0.73 元，PE 分别为 22、20、17 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉)

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>