

东吴证券晨会纪要

宏观策略

宏观周报：基建“明牌”，那基建股呢？

传统基建下，新基建上？展望未来，在“严肃财政纪律”的大背景下，基建投资无法逃脱“发力越猛，持续性越差”的命运。传统基建股有“近忧”、也有“远虑”，短期内我们担心 1 月信贷数据不及预期导致的股价下跌；往远看，经济如果企稳，传统基建稳经济的角色被淡化，超额收益同样难以持续。不过，新基建可能有更多的可能和空间，一方面，政策支持力度大，民间资本的参与度高，对于政府资金的瓶颈不如传统基建敏感；另一方面，新基建板块的成长属性更高，其相对大盘的表现和传统基建已经呈现出一定的负相关性，这可能意味着未来传统基建转向也有有利于新基建板块的表现

2022 年 01 月 25 日

晨会编辑 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评：豪美转债：国内铝合金型材和系统门窗领域的高新企业

豪美转债（127053.SZ）于 2022 年 1 月 24 日开始网上申购：总发行规模为 8.24 亿元，2.7395 亿元用于高端工业铝型材扩产项目、2.2042 亿元用于高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目、0.8963 亿元用于营销运营中心与信息化建设项目、2.4000 亿元用于补充流动资金。

行业

环保工程及服务行业周报：双碳行动纲要聚焦重点环保产业，推动废旧物资循环利用体系示范城市建设

中环协发布《双碳行动纲要（征求意见稿）》，聚焦重点发展产业领域。国家发展改革委办公厅等组织开展废旧物资循环利用体系示范城市建设，提出 2025 年试点目标。

建筑材料行业：宏观宽货币、稳信用诉求强化，看好市政基建链条拥有高胜率

上周宏观层面政策动作及官方表态密集，一方面 OMO、MLF、SLF 利率和 LPR 下调落地，另一方面央行发布会传递更为积极的宽货币、稳信用政策诉求，提出“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”，叠加发改委、住建部、交通部等部委稳增长措施的部署和发力，基建和地产链条个股表现明显强于市场整体。除了地产后产业链的修复以外，我们认为政策稳增长诉求继续增长、稳增长多措并举持续发力，将推动 2022 年上半年基建投资回升，看好市政基建链条拥有高胜率。新型基础设施以及保障性住房建设、城市管道改造和建设是新一轮基建发力的重点，继续看好水泥、管材等低估值的初中周期品种。

轻工制造行业周报：2021 年业绩预告表现靓丽，看好家具板块估值进一步修复

上周行情：轻工制造板块指数下跌。2022/1/17 至 2022/1/21，上证综指上涨 0.04%，深证成指下降 0.86%，轻工制造指数下降 1.83%，在 28 个申万行业中排名第 16；轻工制造指数细分行业

涨跌幅由高到低分别为：家用轻工（-0.46%）造纸（-0.71%）、包装印刷（-4.49%）。

推荐个股及其他点评

金博股份（688598）：2021 年业绩预告点评：

盈利预测与投资评级：随着下游扩产+技术迭代，我们将公司 2021-2023 年的归母净利润预测由 4.8/6.4/9.1 亿元调至 5.0（上调 4%）/6.6（上调 3%）/9.0（下调 1%）亿元，对应当前股价 PE 为 47/36/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游资本支出不及预期；设备研发及市场开拓低于预期。

喜临门（603008）：2021 年业绩预告点评：业绩靓丽超市场预期，看好自主品牌成长潜力

业绩靓丽超市场预期。公司披露 2021 年年度业绩预增公告，公司预计 2021 年实现归母净利润 5.50-5.60 亿元，同比+75.5%-78.7%；中枢为 5.55 亿元，同比+77.1%；公司预计实现扣非归母净利润 4.95-5.05 亿元，同比+57.95%-61.14%；中枢为 5 亿元，同比+37.4%。

长城汽车（601633）：产品结构改善，Q4 单车收入创新高

盈利预测与投资评级：考虑到芯片紧张+成本端上行，我们将长城汽车 2021~2023 年归母净利润预期由 72/127/178 亿元下调至 68/110/171 亿元，对应 EPS 分别为 0.74/1.20/1.86 元，对应 PE 为 60/37/24 倍。新一轮产品周期持续放量，基本面表现领先行业，看好长城汽车，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观周报：基建“明牌”，那基建股呢？

2022 年地方两会接近尾声，透露的最强烈的信号可能就是投资要发力。截至 2022 年 1 月 24 日，全国已有 30 个省市结束了两会并且公布了对于 2022 年的经济社会发展目标（表 1）。总体来看，2022 年地方政府明显下调了经济增长目标（下调幅度主要在 0.5 至 1 个百分点）；但是各地稳增长的决心非常大，投资成为重要抓手，具体来看：

经济增速上，普遍下调，最低为“5%以上”。30 个省市增长目标的分布较 2021 年明显“左移”（图 1），其中北京市最低、为“5%以上”，此外有 8 个省市目标为 5.5%（按 2020 年 GDP 计算，这 8 个省市占全国 GDP 为 38.7%）。值得注意的是，2021 年有 10 个省市将增长目标定在 6%（包括北京和上述 8 个省市），而最终全国的增速目标定为 6%。

从固定资产投资增速上看，下限上调、最低为“6%左右”。各省市陆续交出了 2021 年固定资产投资的“成绩单”，其中有 10 个省市不达标，明显不及的省市主要集中在西部地区（图 2）。已有 21 个省市公布 2022 年固定资产投资的目标，其中除了广西和云南大幅下调外（广西省 2022 年 10% 的投资目标并不低，主要是由于 2021 年 15% 的目标偏高），其他省市稳中有升（图 3）：一方面整体下限上调至 6%，较 2021 年高；另一方面，目标增幅主要来自中西部地区的省份，如西藏、河南等，这些地区投资的主要方向是交通和水利等，一般投资规模较大、增速可能相对较快，而在东部沿海地区，市政设施、城市旧改和保障性住房则是重要发力方向，投资增速会相对偏缓。

从各地方来看，政府稳增长、促进有效投资的态度已经十分明确。叠加中央经济工作会议“适度超前开展基础设施投资”的积极论调，和央行持续的“宽信用”发力，基建投资的扩张已经“箭在弦上”。市场表现方面，尽管债市对于经济企稳仍存疑虑，但是股市已率先出发，2022 年初以来股市出现较为明显的调整，但是基建相关指数表现稳健（图 4），其实从 2021 年 11 月开始基建工程指数持续跑赢大盘（图 5）。基建“明牌”的情况下，基建股（我们主要指传统基建，使用基建工程指数来作为代表，如不额外说明下同）的表现会如何？我们可以从短期和长期两个角度来分析：

短期来看，2020 年疫情爆发以来基建股的“胜率”偏低，更像是“炒”预期的工具。我们发现一个有趣的模式（图 6 和 7），基建股的超额收益可能具有较大的不确定性。当经济下行压力较大时，政策（包括财政和货币）发力及其预期会导致债券收益率下降、基建股相对表现更好，但之后无论经济能否企稳，基建股可能都表现不佳：当经济企稳复苏，经济动力切换，刺激政策开始边际收紧，利率债和基建股都会失去市场的青睐，例如 2020 年下半年；而当经济没稳住，经济和市场的不确定性上升，利率债可能继续上涨，但是基建股则可能在对财政发力的质疑中转而下跌，例如 2021 年 10 月之后“730”政治局会议关于“形成实物工作量”的言论迟迟未兑现，基建股明显回落。

从历史上看，越来越短的“基建繁荣”？我们回顾 2012 年以来基建股相对表现，信贷变动和利率之间的变化，我们发现基建股的预期作用十分明显，往往领先于信贷企稳而上涨；与股市不同，债市的表现更加谨慎和“保守”，债券收益率触底往往滞后于基建股和信贷；而可能更加值得

注意的是，基建股超额收益持续的时间越来越短，尤其是 2017 年全国金融工作会议之后，地方隐性债务的监管明显收紧，基建发力的空间越来越有限（图 8 和 9）。

传统基建下，新基建上？展望未来，在“严肃财经纪律”的大背景下，基建投资短期内发力越猛，持续性可能就越差。传统基建股有“近忧”、也有“远虑”，短期内我们担心 1 月信贷数据不及预期导致的股价下跌；往远看，经济如果企稳，传统基建稳增长的角色被淡化，超额收益同样难以持续。不过，新基建可能有更多的可能和空间，一方面，政策支持力度大，民间资本的参与度高，对于政府资金的瓶颈不如传统基建敏感；另一方面，新基建板块的成长属性更高，其相对大盘的表现和传统基建已经呈现出一定的负相关性，这可能意味着未来传统基建转向也有利于新基建板块的表现（图 10）。

风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

（证券分析师：陶川 研究助理：邵翔）

固收金工

固收点评：豪美转债：国内铝合金型材和系统门窗领域的高新企业

事件：

豪美转债（127053.SZ）于 2022 年 1 月 24 日开始网上申购：总发行规模为 8.24 亿元，2.7395 亿元用于高端工业铝型材扩产项目、2.2042 亿元用于高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目、0.8963 亿元用于营销运营中心与信息化建设项目、2.4000 亿元用于补充流动资金。

当前债底估值为 85.13 元，YTM 为 3.72%。豪美转债存续期为 6 年，中证鹏元评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.60%、1.00%、1.60%、2.50%、3.00%，到期赎回价格为票面面值的 118%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.5953%（2022/1/21）计算，纯债价值为 85.13 元，纯债对应的 YTM 为 3.72%，债底保护尚可。

当前转换平价为 96.09 元，平价溢价率为 4.06%。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 2022 年 7 月 28 日至 2028 年 1 月 23 日。初始转股价 21.51 元/股，正股豪美新材 1 月 21 日的收盘价为 20.67 元，对应的转换平价为 96.09 元，平价溢价率为 4.06%。

转债条款中规中矩，总股本稀释率 14.13%。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 21.51 元计算，转债发行 8.24 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 14.13%和 31.26%，对股本造成的摊薄压力较大。

我们预计豪美转债上市首日价格在 111.85~128.67 元之间，我们预计中签率为 0.0020%。综合可比标的，考虑到豪美转债的债底保护性尚可，评级和规模吸引力中等，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 111.85~128.67 元区间。我们预计网上中签率为 0.0020%，建议积极申购。

点评:

公司是国内铝合金型材和系统门窗领域的高新企业。豪美新材是一家集专业研发、制造、销售于一体的国内大型铝型材制造商。公司已成功由一家传统铝制品企业，转型为一家从事铝合金材料、节能系统门窗和汽车轻量化材料技术创新和产业化应用的国家重点高新技术企业。所生产的“豪美”牌铝型材已广泛应用在国内外众多知名建筑物及轨道交通、机电机械、电子电器等领域。。

近年来公司营收逐年上升，2016-2020 年复合增速为 15.31%。2016 年以来，公司营业收入稳步上升，2017-2020 年营收同比增长率逐年降低，但均维持在 10%以上，且在 2020 年恢复至 15.82%。然而，公司归母净利润及同比增长率均呈逐年波动态势，2019 年归母净利润高达 1.67 亿元，2016-2020 年复合增速为 6.34%。

公司销售毛利率呈下降趋势，净利率处于较低水平，三费费用率有所下降。2019-2021Q1-3，公司销售毛利率分别为 16.74%、14.83%和 11.68%，销售净利率分别为 5.64%、3.37%和 2.56%。公司于 2017 年末及 2018 年上半年投产新生产线，导致毛利率有所下降。三费费用率均有下降，其中销售费用率占比最大，2021Q1-3 销售费用率为 2.33%。

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

环保工程及服务行业周报：双碳行动纲要聚焦重点环保产业，推动废旧物资循环利用体系示范城市建设

重点推荐：天奇股份，高能环境，宇通重工，三联虹普，英科再生，仕净科技，光大环境，绿色动力，瀚蓝环境，中国水务，洪城环境，百川畅银，龙马环卫，中再资环

建议关注：伟明环保，三峰环境，中国天楹，海螺创业，九丰能源

中环协发布《双碳行动纲要（征求意见稿）》，聚焦重点发展产业领域。主要目标为：到 2030 年，1）支撑环境污染治理、生态保护与修复、碳减排、工业绿色发展等重点生态环保工作的生态环保产业门类体系基本建立，污染治理行业年营业总收入达到 3 万亿元左右；2）培育形成数十家解决区域性生态环境问题的大型平台企业、百家综合服务能力较强的大中型骨干企业、千家“专精特新”中小企业。

国家发展改革委办公厅等组织开展废旧物资循环利用体系示范城市建设。文件要求到 2025 年，1）建成绿色分拣中心 1000 个以上；2）废钢铁、废铜、废铝、废铅、废锌、废纸、废塑料、废橡胶、废玻璃等 9 种主要再生资源循环利用量达到 4.5 亿吨；3）60 个左右大中城市率先建成基本完善的废旧物资循环利用体系。

对标欧盟看国内碳市场发展：两大核心机制初见雏形，碳价长期上行 CCER 短期看涨。复盘欧盟碳市场，总量控制和 MSR 机制为碳价平衡关键，我国碳市场发展与欧盟相似，已具备总量控制&市场调控机制雏形，目前交易规模、覆盖行业提升空间大，碳价远低于海外，双碳目标时间

紧任务重，总量收紧驱动碳价长期上行，碳市场释放 CCER 需求，此前全国 CCER 备案减排量总计约 5000 多万吨，历时 4 年我们预计基本履约，审批政策有望重启，我们预期近期 CCER 供应稀缺价格向上。

碳中和投资框架及环保产业映射：从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架，碳交易提供有效制度支撑。从环保视角来看，1) 能源替代：前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2) 节能减排：中端推动产业转型，关注节能管理 & 减排设备应用。3) 循环利用：推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4) 环境咨询：环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5) 碳交易：鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。

中美合作框架及双碳行动部署下，关注清洁能源、循环经济、甲烷减排。1) 深化清洁能源：【光伏治理】光伏景气度向上，制程污染治理设备需求释放：建议关注仕净科技；【环卫电动化】环卫新能源助力碳达峰，宇通份额提升 & 盈利领先验证优势：建议关注宇通重工；【垃圾焚烧】垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流 & 盈利改善迎价值重估，重点推荐光大环境；优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期：重点推荐：瀚蓝环境；建议关注伟明环保、绿色动力、三峰环境。2) 循环经济发展：【危废资源化】资源化优质 ToB 赛道，复制雨虹优势再造资源化龙头，重点推荐高能环境；【电池再生】动力电池再生迎长周期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场，重点推荐天奇股份；【再生塑料】再生塑料稀缺龙头，全产业链 & 全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海，重点推荐英科再生；建议关注海螺系水泥窑协同处置固危废龙头海螺创业；3) 增加甲烷减碳目标：【甲烷利用】垃圾填埋气主要由甲烷组成，公司为填埋气发电龙头，2020 年装机量份额 20%，碳减排利润弹性大，重点推荐百川畅银；有机废弃物产沼利用先锋，重点推荐维尔利。【水务重估】高分红 & 加速成长，综合公用事业平台价值重估，重点推荐洪城环境；全国性供水龙头，直饮水再造中国水务，建议关注中国水务。

最新研究：天奇股份 2021 年业绩预告点评：业绩高增，锂电循环板块发展加速；东吴 ESG 专题研究 2——中国应用：信披 & 评价体系初具雏形，ESG 投资方兴未艾。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期。

（证券分析师：袁理 研究助理：赵梦妮）

建筑材料行业：宏观宽货币、稳信用诉求强化，看好市政基建链条拥有高胜率

投资要点

本周(2022.1.17-2022.1.21, 下同)本周建筑材料板块(SW)涨跌幅 2.56%，同期上证综指、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.04%、-1.03%，超额收益分别为 2.52%、3.59%。

大宗建材基本面与高频数据：(1) 水泥：本周全国高标水泥市场价格为 518 元/吨，较上周-2 元/吨，较 2021 年同期+71 元/吨。较上周价格上涨的区域无；价格下跌的区域为：长江流域（-3 元/吨）、中南地区（-3 元/吨）、西南地区（-6 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 62%，较上周+0.3pct，较 2021 年同期+5.8pct。全国样本企业平均水泥出货率（日

发货率/在产产能)为24%，较上周-5.8pct，较2021年同期-10.8pct。(2)玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为2066元/吨，较上周+1元/吨，较2021年同期-168元/吨。卓创资讯统计的全国13省样本企业原片库存为3558万重箱，较上周-282万重箱，较2021年同期+1392万重箱。(3)玻纤：无碱2400tex直接纱成交中位数6150元/吨，与上周持平，较2021年同期+450元/吨。

周观点

上周宏观层面政策动作及官方表态密集，一方面OMO、MLF、SLF利率和LPR下调落地，另一方面央行发布会传递更为积极的宽货币、稳信用政策诉求，提出“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”，叠加发改委、住建部、交通部等部委稳增长措施的部署和发力，基建和地产链条个股表现明显强于市场整体。除了地产后产业链的修复以外，我们认为政策稳增长诉求继续增长、稳增长多措并举持续发力，将推动2022年上半年基建投资回升，看好市政基建链条拥有高胜率。新型基础设施以及保障性住房建设、城市管道改造和建设是新一轮基建发力的重点，继续看好水泥、管材等低估值的前中周期品种。

大宗建材方面：财政政策发力下基建增速回升，保障房和保交房政策稳定地产投资预期。基于错峰延长和行业自律强化，我们测算2022年行业剔除错峰后供给能力同比减少0.1%，叠加稳投资对需求的支撑，水泥景气仍能维持高位，旺季具备一定价格弹性。2021年度5~9%的分红收益率使得当前6~7倍的市盈率估值具有修复空间，建议关注业绩确定性强，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥和上峰水泥等，股息率高的塔牌集团、万年青等，中长期建议关注有望受益北方市场整合、景气弹性大的冀东水泥、天山股份等。

装修建材方面：我们预期基建链条稳增长、逆周期调节提振需求。近期中央提及新增专项债重点涉及水利、交通、市政基础设施建设、保障性安居工程等领域，水利部提及实施国家水网重大工程等，我们预计十四五期间地下管网及海绵城市建设带来持续性增量。地产竣工端保持韧性，但新开工及销售维持偏弱运转。地产方面逐步释放宽松信号，政策底部已现，我们预计后续房企和消费者融资端有望边际放松，此外十四五期间加快保障性租赁住房建设带来部分增量。此前装修建材板块受需求放缓、原材料上行、现金流压力等影响估值已处在历史中枢偏下位置，在地产边际放松预期、原料成本高位回落、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。建议关注坚朗五金、东方雨虹，以及中国联塑、永高股份、伟星新材、北新建材、科顺股份、凯伦股份、蒙娜丽莎、海象新材等。

风险提示：疫情超预期、地产信用风险失控、政策定力超预期。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源)

轻工制造行业周报：2021年业绩预告表现靓丽，看好家具板块估值进一步修复

投资要点

上周行情：轻工制造板块指数下跌。2022/1/17至2022/1/21，上证综指上涨0.04%，深证成指下降0.86%，轻工制造指数下降1.83%，在28个申万行业中排名第16；轻工制造指数细分行业涨跌幅由高到低分别为：家

用轻工（-0.46%）造纸（-0.71%）、包装印刷（-4.49%）。

家具：欧派家居、喜临门公布业绩预告。1）欧派家居于 2022/1/20 公司发布业绩预告，公司预计 2021 年营业收入达到 198.99-213.73 亿元，同比增长 35%-45%，实现归母净利润 26.40-28.46 亿元，同比增长 28%-38%，扣非后归母净利润约 24.77-26.71 亿元，同比增长 28%-38%。2）2022/1/22 喜临门公布业绩预告，公司预计 2021 年全年实现归母净利润 5.5-5.6 亿元，同增 75.5%-78.7%，实现扣非净利润 4.95-5.05 亿元，同增 58%-61.1%。3）地产方面，2022/1/17，央行宣布降低 MLF 与逆回购利率，缓解地产市场悲观预期。家具行业外围环境改善，2021Q4 家居企业订单超市场预期，估值优势凸显。上周定制家居板块上行（2022/1/17-2022/1/21），我们看好家具板块估值继续修复。定制板块方面，结合大宗业务收入占比、应收账款风险及估值水平，推荐【索菲亚】、【欧派家居】，建议关注【志邦家居】、【金牌厨柜】。软体方面首推自主品牌加速推进，下沉渠道建设领先的【喜临门】；同时推荐【梦百合】、【顾家家居】、【敏华控股】。

电子烟：FEELMAir 引领雾化技术革命，思摩尔国际公布 2021 业绩预告。2022/1/18，思摩尔国际旗下高端雾化品牌 FEELM 在伦敦举行新技术发布会，公开新一代超薄陶瓷芯技术 FEELMAir。首创七层复合加热膜技术难度升级，产品雾化性能全方位提升。2022/1/22 思摩尔国际发布 2021 年业绩预告，2021 年溢利及全面收益总额约 50.24-55.53 亿元，同比增长 109.3%-131.4%；调整后纯利约 51.79-57.08 亿元，同比 33.0%-46.6%。我们看好行业规范后雾化电子烟市场持续扩容，公司作为全球雾化电子烟龙头深耕技术创新，继续推荐【思摩尔国际】；建议关注与中烟合作密切，布局香精香料，估值性价比较高的【劲嘉股份】；拥有稠浆法薄片生产技术的企业【集友股份】。

造纸：价格方面，截至 2022/1/21，箱板纸价格 4904 元/吨，周环比持平；瓦楞纸价格 3900 元/吨，周环比持平；白卡纸价格 5871 元/吨，周环比持平；白板纸价格 4905 元/吨，周环比持平双铜纸最新价 5380 元/吨，周环比持平；双胶纸最新价 5675 元/吨，周环比上升 75 元/吨。库存方面，截至上周四（2022/1/20）文化纸及箱板纸企业库存周环比均有小幅上行，行业稳定运行，静待需求改善。

风险提示：限电政策影响产能，原材料价格波动，中美贸易摩擦加剧，下游需求偏弱等。注：全文除特殊标注外，其余货币均为人民币。

（证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕）

推荐个股及其他点评

金博股份（688598）：2021 年业绩预告点评：

投资要点

业绩预告超市场预期，盈利能力稳定

公司营收、利润预告数均超市场预期，预计 2021 年实现营业收入 13.2-13.4 亿元，同比+210%-214%，Wind 一致预期为 11.7 亿元；归母净利润为 4.9-5.1 亿元，同比+191%-200%，Wind 一致预期为 4.5 亿元，公司 2021 年三季报点评中我们盈利预测为 4.8 亿元；扣非归母净利润为 4.4-4.6 亿元，同

比+204%-215%；净利率水平为 37%-38%。

Q4 单季度来看，营业收入为 4.4-4.5 亿元，同比+216%-228%，我们预计公司 Q4 出货量 560 吨，单价约为 80 万元/吨；归母净利润为 1.6-1.7 亿元，同比+189%-219%，环比+20%-32%；净利率水平为 35%-39%，碳纤维涨价背景下技术降本保持高盈利能力。

技术降本稳定毛利率，规模效应有利净利率

过去由于技术降本，金博股份 2018-2020 年毛利率一直保持在 60%以上，我们假设 2022-2023 年单吨价格分别为 70、65 万元/吨，金博股份 2022-2023 年毛利率将维持在 54%左右，产品降价对高毛利龙头影响较小；同时随着规模效应凸显，降价对净利率的影响减弱，盈利安全边际高。

C/C 热场供不应求，金博股份定增加码扩产

根据我们统计和测算，2021-2023 年全市场合计 C/C 产能分别超 4400 吨、8400 吨、9200 吨；需求主要来自“新增+替换”，2021-2022 年全市场 C/C 热场需求合计分别约 6100 吨和 8000 吨，2022 年供需紧平衡。但由于 2021 年热场订单已排产至 2022 年底（截至 2021 年底，公司在手订单金额为 9.73 亿元（含税），对应 1145 吨 C/C 热场），因此 2022 年订单需求将排产至 2023 年。2021 年 10 月公司公告定增募资不超 31.03 亿元，其中 18 亿元用于建设年产 1500 吨高纯大尺寸先进碳基复合材料产能扩建项目。我们预计公司 2023 年底达到产能规模 3150 吨，保障对合同的履行有充足产能配套。

布局市场空间广阔的 SiC 热场，迎第二增长曲线

热场的市场空间为 SiC 器件市场空间的 20%，我们测算 2025 年 SiC 热场市场空间超 70 亿元。SiC 对纯度的要求高，公司在提升产品纯度方面技术储备丰富，可实现纯度等级 I 级 < 200ppm、II 级 < 100ppm、III 级 < 30ppm，并具备了 < 5ppm 涂层工艺制备能力，正在突破纯度要求更高的 SiC 领域。

金博股份推动碳陶刹车材料降本，供给创造需求打开下游市场空间

我们测算 2025 年碳陶刹车片国内市场空间达 83 亿元，全球市场空间超 300 亿元。金博股份预计可将碳陶刹车系统单价降至 1 万元以内，公司产品正在国内知名车企验证，我们预计 2022 年通过验证后拿到批量订单。

盈利预测与投资评级：随着下游扩产+技术迭代，我们将公司 2021-2023 年的归母净利润预测由 4.8/6.4/9.1 亿元调至 5.0（上调 4%）/6.6（上调 3%）/9.0（下调 1%）亿元，对应当前股价 PE 为 47/36/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游资本支出不及预期；设备研发及市场开拓低于预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝）

喜临门（603008）：2021 年业绩预告点评：业绩靓丽超市场预期，看好自主品牌成长潜力

投资要点

业绩靓丽超市场预期。公司披露 2021 年年度业绩预增公告，公司预计 2021 年实现归母净利润 5.50-5.60 亿元，同比+75.5%-78.7%；中枢为 5.55 亿元，

同比+77.1%；公司预计实现扣非归母净利润 4.95-5.05 亿元，同比+57.95%-61.14%；中枢为 5 亿元，同比+59.5%。

对应 2021Q4 归母净利润增速为 32%-40%。根据业绩预告计算，公司 2021Q4 归母净利润为 1.76-1.86 亿元，同比+32.1%-39.6%，环比 2021Q3 增长 15.6%-19.0%；中枢为 1.81 亿元，同比+35.8%。2021Q4 扣非归母净利润为 1.70-1.80 亿元，同比+16.7%-23.5%；中枢为 1.75 亿元，同比+20.1%。

自主品牌业务高歌猛进，股权激励激发团队活力。2020Q2 以来，公司充分把握疫情后中小品牌出清带来的开店机会，零售自主品牌业务保持较快增长，市场份额快速提升。2021Q1-3 公司自主品牌零售业务收入 32.71 亿元，同比+85%；其中 2021Q3 收入 12.79 亿元，同比+58%。2021 年 12 月，公司披露 2021 年股票期权激励方案及员工持股计划草案，覆盖员工人数合计 209 人，充分绑定公司与核心骨干利益。该激励方案的业绩考核目标为：1) 以 2020 年收入为基数，2022-2024 年营业收入增长率不低于 66%、108%、160%，对应营业收入分别为 93.35、116.96、146.21 亿元；2) 以 2020 年归母净利润为基数，2022-2024 年归母净利润增长率不低于 128%、195%、285%，对应归母净利润分别为 7.15、9.25、12.07 亿元。以 2021 年业绩预告中枢计算，2022 年业绩考核目标对应的归母净利润增速为 28.8%。

盈利预测及投资评级：自主品牌快速成长，渠道拓展加速，叠加“家具下乡”政策，2021 年业绩预告超市场预期，我们上调公司 2021-2023 年归母净利润预测至 5.5、7.3、9.3 亿元（此前预测为 5.2、7.2、9.3 亿元），对应 PE25、19、15X，自主品牌发展势头强劲，股权激励及员工持股彰显管理层发展信心，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；行业竞争加剧，渠道下沉不及我们预期，人民币汇率波动等。

（证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕）

长城汽车（601633）：产品结构改善，Q4 单车收入创新高

投资要点

公告要点：2021 年全年长城汽车实现营业收入 1363.17 亿元，同比+31.95%；归母净利润 67.82 亿元，同比 26.47%；扣非后归母净利润 42.89 亿元，同比+11.80%。2021Q4 实现营业收入 455.20 亿元，同环比分别+10.58%/+57.68%；归母净利润 18.37 亿元，同环比分别-33.79%/+29.76%；扣非后归母净利润 6.36 亿元，同环比分别-67.53%/-21.58%。

Q4 单车收入同环比大幅上涨，产品结构显著改善；新能源车型销量占比上升+费用投入同环比增加影响当季业绩表现：1) 2021Q4 长城汽车批发销量合计实现 39.69 万辆，同环比分别为-7.89%/+49.32%，营业收入同环比表现好于批发销量，主要系产品结构改善，坦克等高价车型销量占比提升，相对应哈弗等销量占比下滑。Q4 坦克品牌销量占比 8.06%，同环比分别+8.06pct/+0.73pct；哈弗品牌占比 56.99%，同环比分别-13.84pct/-0.31pct，Q4 单车收入 11.47 万元，同环比+20.05%/+5.59%。2021 年全年单车收入 10.64 万元，同比+14.43%。2) 2021Q4 单车净利 0.46 万元，同环比分别-28.12%/-13.10%，扣非后单车净利 0.16 万元，同环比分别-64.75%/-47.48%，主要系盈利能力相对较差的新能源车型销量占比提升以及费用率上升所致。Q4 欧拉品牌销量占比 12.67%，同环比分别

+5.18pct/+0.56pct; 费用率上升主要系 Q4 长城汽车自身股权激励费用计提+欧拉好猫事件补偿费用化以及年末发放职工年终奖等因素影响所致。展望 2022 年, 芯片短缺持续缓解, 长城自身 2021 年末交付订单有望实现规模交付; 新车方面, 六大品牌以欧拉/魏派/坦克为核心, 芭蕾猫/闪电猫/圆梦/坦克 700/坦克 800 等十余款全新车型陆续上市, 高端智能电动不断加码, 销量有望持续突破。

展望长期来看, 天时+地利人和背景下, 长城汽车迎来行业大周期: 汽车行业电智能化行业变革, 长城以组织变革推动向全球科技出行公司转型+核心技术全栈自研+超强产品定义能力+营销模式持续创新等为自身核心竞争力。技术方面以蜂巢能源+毫末智行分别两大子公司推动电动智能核心技术全面自研; 产品上以哈弗/皮卡/魏派/欧拉/坦克/沙龙/光束七大品牌全面向上, 分别聚焦不同细分市场实现针对性领先突破; 销售端则经销&直营结合, 并加快推动海外市场布局, 以巴西+俄罗斯+泰国辐射海外不同地区, 2025 年有望实现全球市场 400 万年销量目标。

盈利预测与投资评级: 考虑到芯片紧张+成本端上行, 我们将长城汽车 2021~2023 年归母净利润预期由 72/127/178 亿元下调至 68/110/171 亿元, 对应 EPS 分别为 0.74/1.20/1.86 元, 对应 PE 为 60/37/24 倍。新一轮产品周期持续放量, 基本面表现领先行业, 看好长城汽车, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情控制低于预期; 乘用车需求复苏低于预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

免責聲明

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>