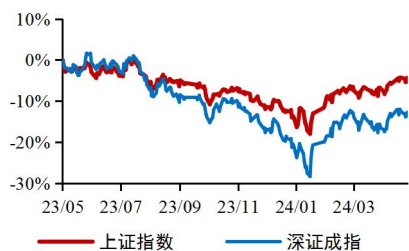


信义山证汇通天下

研究早观点

2024 年 5 月 20 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,154.03	1.01
深证成指	9,709.42	1.10
沪深 300	3,677.97	1.03
中小板指	5,973.08	1.15
创业板指	1,864.94	1.12
科创 50	754.42	1.06

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【山证宏观】2024 年 4 月经济数据点评：供给偏快，需求政策加快释放

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-供给收缩，制造业投资延续高增

【山证纺服】4 月社零数据点评-4 月社零增速低于市场预期，体育娱乐品类增速延续靓丽表现

【公司评论】隆基绿能(601012.SH)：隆基绿能事件点评-布局 BC 打造长期差异化竞争优势，减值影响短期业绩承压

【今日要点】

【山证宏观】2024 年 4 月经济数据点评：供给偏快，需求政策加快释放

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点：

- **市场启示：**4 月经济基本面保持平稳，供给好于需求。4 月工业增加值增速表现好于消费及投资。一方面，这有利于就业形势恢复。4 月份，全国城镇调查失业率为 5%，比上月下降 0.2 个百分点，连续两个月下降。另一方面，生产增速较需求增速偏快，预示物价中短期内向上弹性有限，经济内生动能恢复尚需时日。4 月 30 日中央政治局会议后，稳增长政策加快进度。今年的超长期特别国债发行计划落地，国家重大战略领域投资、建设加快推进；工业领域大规模设备更新和消费品以旧换新政策效应不断显现；5 月 17 日，在全国切实做好保交房工作视频会议要求扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。经济各拉动项的政策抓手逐渐明确，经济动能和信心有望进一步巩固，二、三季度大概率平稳复苏。
- **消费方面，4 月社零同比低于前值和预期值，假日错月带来一定影响，总体表现平稳。**其中，商品零售增速回落，服务业表现相对稳定。商品零售分项看，粮油食品等基本生活类和部分升级类商品消费继续稳定增长，但也有一些升级类如化妆品、金银珠宝类零售增速偏弱。汽车、石油及制品类同比偏低。
- **固定资产投资增速略低于预期，制造业和基建投资依然是主要支撑。**其中，房地产投资、资金来源、商品房销售等相关指标仍在持续调整；基建投资增速边际略有放缓，有一定季节性因素，南方部分地区 4 月份雨涝灾害一定程度上影响了施工进度，基建环比增速弱于季节性。制造业投资增势良好。4 月制造业投资累计增速 9.7%（前值 9.9%），和 2023 年全年的 6.5%相比偏高。
- **4 月工业增加值增速有所回升。**4 月规模以上工业增加值同比为 6.7%（前值 4.5%），环比增长 0.97%，强于季节性。与此同时，4 月工业企业产销率提升到了 97.4%（前值 93.1%），在 2016 年以来 31%的分位水平。工业生产偏好主要来自于出口回暖、设备更新和消费需求恢复。一是，工业出口交货值继续回升，带动电子、纺织等出口占比较高的行业恢复向好。二是，规模以上装备制造业、高技术制造业增加值增速加快。三是，消费品制造业进一步恢复。但建筑链相关行业工业增加值表现放缓。
- **风险提示：**地缘政治风险；地产政策放松效果不及预期；居民信心持续偏弱。

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-供给收缩，制造业投资延续高增

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **月度供需数据:**
- **供给:** 1-4 月原煤供给较 23 年同期下降。2024 年 1-4 月,原煤累计产量实现 14.76 亿吨,同比减 3.69%,同比较 2023 年同期明显下降。其中 4 月当月原煤产量实现 3.72 亿吨,同比减 2.56%,延续下降趋势。
- **需求:** 前 4 月制造业投资高增,下游火电需求超预期。24 年 1-4 月固定资产投资同比增 4.2%,较 23 年同期下降 0.5 个百分点。其中制造业投资增 9.7% (较去年同期增加 3.3 个百分点)、基建投资增 6.0% (较去年同期减少 2.5 个百分点)、房地产投资降 9.8% (降幅较去年同期增加 3.6 个百分点)。1-4 月火电累计增速实现 5.50%,较去年同期增 1.50 个百分点;焦炭累计增速实现-2.10%,较去年同期减 5.80 个百分点;生铁累计增速实现-4.30%,较去年同期减 10.10 个百分点;水泥累计增速实现-10.30%,较去年同期减 12.80 个百分点。
- **进口:** 前 4 月煤炭进口延续增长,4 月增速放缓。1-4 月进口量延续增长,4 月同比增速较去年同期放缓。2024 年 1-4 月进口量累计实现 16115.4 万吨,同比增 13.10%,4 月当月实现进口量 4525.2 万吨,同比增 11.24%,较去年同期明显放缓。价格与利润:4 月动力煤价格与焦煤价格承压,焦炭利润有所调整。4 月动力煤价格与焦煤价格承压,焦炭利润有所调整。山西优混 5500 动力煤 4 月均价 823 元/吨,同比减 20.05%,环比减 7.03%。京唐港主焦煤 4 月均价 2054 元/吨,同比减 6.06%,环比减 2.25%。天津港二级冶金焦 4 月均价 1718 元/吨,同比降 27.88%,环比降 8.88%。焦炭 4 月整体亏损面整体承压。
- **点评与投资建议:**
- **4 月数据基本符合预期,需求端后续有望改善。**供给方面,煤炭产地安监严格常态化,4 月原煤供给延续下降趋势。需求方面,虽然地产相关链条表现仍然相对乏力,但制造业投资、火电产量等数据亮眼,在“大规模设备更新”等事件催化下,后续相关需求具备较强支撑;且五月下游迎峰度夏补库需求有望释放。进口方面,虽然 4 月进口仍有一定增幅,但增速较去年同期已明显放缓,同时部分煤种海外价差已经倒挂,后续进口存在下修预期。整体来看,我们认为 2024 年煤炭供需关系很难进一步宽松,随着迎峰度夏旺季到来,预计国内煤炭价格进一步回落空间不大;且后期地产、基建等稳经济政策仍存边际改善预期,煤炭需求刚性较强。
- **建议关注以下标的:** 1、炼焦煤底部确认,后续有望偏强运行,山西区域产量有望加速释放,关注【潞安环能】、【山煤国际】、【山西焦煤】、【平煤股份】、【淮北矿业】、【恒源煤电】; 2、夏季补库有望支撑动力煤价格,关注【陕西煤业】、【晋控煤业】、【广汇能源】、【新集能源】。 3、高股息关注【中国神华】。
- **风险提示:** 利率环境变化;供给释放超预期;需求不足;进口煤大量涌入国内市场等。

【山证纺服】4 月社零数据点评-4 月社零增速低于市场预期, 体育娱乐品类增速延续靓丽表现

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述:**

➤ 5月17日，国家统计局公布2024年4月社零数据。

➤ 事件点评:

➤ **4月社零增速低于市场预期，消费者信心延续缓慢修复。**2024年4月，国内实现社零总额3.57万亿元，同比增长2.3%，表现低于市场一致预期（根据Wind，2024年4月社零当月同比增速预测平均值为+4.6%）。按消费类型分，2024年4月餐饮收入、商品零售同比增速分别为4.4%、2.0%。按经营单位所在地分，2024年4月城镇、乡村消费品零售额同比分别增长2.1%、3.5%。4月社零增速较3月（+3.1%）放缓，2024年初至今，我国消费者信心指数缓慢修复（2024年1月、2月、3月消费者信心指数分别为88.9、89.1、89.4，环比分别增长1.3、0.2、0.3），叠加上年同期基数较高（2023年4月，社零同比增长18.4%），社会消费品零售总额整体增长较为平稳。

➤ **2024年1-4月实物商品网上零售表现好于线下，品牌专卖店零售额累计增速由正转负。**线上渠道，2024年4月，实物商品网上零售额为9303亿元，同比下降0.3%，实物商品网上零售额占商品零售比重为29.3%。2024年1-4月，实物商品网上零售额同比增长11.1%，其中吃类、穿类和用类商品同比分别增长19.2%、10.5%、9.8%。线下渠道，2024年4月，实物商品线下零售额（商品零售额-实物商品网上零售额）约为2.25万亿元，同比增长3.0%。按零售业态分，2024年1-4月，限额以上超市、便利店、专业店、品牌专卖店、百货店零售额同比分别增长1.8%、4.8%、5.7%、-0.6%、-3.5%，本月品牌专卖店累计增速转负，百货业态延续弱势表现。

➤ **4月体育娱乐用品社零高基数基础上实现双位数增长，其它可选消费品类增速由正转负。**2024年4月，限上化妆品同比下降2.7%，增速较3月下滑4.9pct；限上金银珠宝同比下降0.1%，增速较3月下滑3.3pct。2024年4月上金所AU9999均价为552.67元/克，同比涨幅24.4%，环比涨幅9.1%，金价急速上涨对终端黄金珠宝需求有所抑制；限上纺织服装同比下降2.0%，增速较3月下滑5.8pct；限上体育/娱乐用品同比增长12.7%，增速较3月放缓6.6pct，但在上年同期基数较高背景下，表现依旧领先其它可选消费品类，体现体育运动需求韧性。2024年1-4月，限上化妆品/金银珠宝/纺织服装/体育娱乐用品累计增速分别为2.1%/3.6%/1.5%/13.8%。2024年1-4月，我国住宅新开工面积17006万平方米，同比下降25.6%，住宅销售面积24507万平方米，同比下降23.8%，住宅竣工面积13746万平方米，同比下降21.0%。2024年1-4月，地产相关消费品家具类社零同比增长2.5%，4月当月同比增长1.2%。

➤ 投资建议:

➤ **纺织服装方面，纺织制造板块，2023年，纺织制造公司经历下游品牌客户去库存周期，订单承压，但呈现逐季改善趋势，营业收入普遍于2023年4季度恢复正增长。**2024Q1，板块营收增速环比提升，营收绝对值已超过2022年同期水平，产能利用率回升带动毛利率同比改善。2季度以来，纺织制造企业订单延续复苏，预计复苏趋势环比向好。看好在核心客户供应链中地位稳固、份额持续提升，新客户

拓展取得积极成果的纺织制造龙头公司，继续推荐申洲国际、华利集团、伟星股份，建议关注充气床垫产品优势稳固、保温箱产品利润率逐步提升的弹性标的浙江自然、棉袜订单稳健且无缝业务利润率逐步恢复的健盛集团。品牌服饰板块，1) 我国品牌服饰行业发展成熟，资本开支有限，自由现金流充裕，行业内公司股息率较高，建议关注基本面稳健的高股息率公司配置价值，具体标的包括海澜之家、森马服饰、水星家纺、百隆东方、报喜鸟、富安娜、罗莱生活。2) 继续推荐兼具性价比与符合兴趣消费趋势的品牌公司名创优品，公司 2024Q1 业绩略超预期，单季毛利率刷新新高水平，其中名创中国业务同店销售持续修复，名创海外业务快速开店，直营市场利润率延续提升，TOPTOY 业务开店目标上调且盈利能力改善。目前估值 (CY2024E) 约 20 倍，估值具备吸引力。3) 2024Q1，运动服饰行业折扣稳中向好，各品牌库存回归健康水平，零售流水表现符合公司预期。4 月体育娱乐品类社零在上年同期高基数情况下，延续快速增长，行业需求韧性较强，继续推荐港股运动服饰公司 361 度、波司登、安踏体育、李宁。

- **黄金珠宝方面，2024Q1，板块在上年同期高基数情况下，营收与归母净利润均实现双位数稳健增长。**4 月中旬-5 月第一周，金价在前期快速上涨后阶段性回调，短期对黄金珠宝需求有抑制作用，5 月第一周后，金价再度企稳回升，利于前期阶段性受抑制的终端需求重新释放。看好具备积极开店意愿、持续强化黄金产品工艺的黄金珠宝公司继续提升市场份额，建议积极关注周大生、老凤祥、潮宏基、菜百股份。
- **家居用品方面，2024 年 1-4 月，我国住宅新开工面积 17006 万平方米，同比下降 25.6%，住宅销售面积 24507 万平方米，同比下降 23.8%，住宅竣工面积 13746 万平方米，同比下降 21.0%。**5 月 17 日，中国人民银行发布通知，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点、调整商业性个人住房贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例，即对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%，地产市场重磅利好政策有望提振家居用品板块估值水平。2024Q1，家居用品板块营收水平虽较 2022 年同期仍未完全恢复，但归母净利润已超过 2022 年同期，行业盈利能力保持改善趋势。建议关注索菲亚、喜临门、欧派家居、志邦家居、好太太。
- **风险提示：**国内终端消费表现不及预期；地产销售数据不及预期；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【公司评论】隆基绿能(601012.SH)：隆基绿能事件点评-布局 BC 打造长期差异化竞争优势，减值影响短期业绩承压

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述：**

- 当地时间5月7日,公司在西班牙马德里发布了新一代组件产品 **Hi-MO 9**。Hi-MO 9 组件基于高效 HPBC 2.0 电池技术打造,最大功率 660W,转换效率高达 24.43%。
- 事件点评:
- 坚持差异化竞争, **Hi-MO 9 组件转化效率 24.43%、HBC 电池转化效率达 27.3%**。公司坚持 BC 路线,持续推出差异化产品,Hi-MO 9 组件搭载了 HPBC 2.0 技术,使用了公司自有的泰睿硅片,并结合了公司自研的复合钝化技术,在电池的光线吸收、光电转化和电流传输能力等方面实现了优化升级,拥有高发电能力和低 BOS 成本。Hi-MO 9 组件首年衰减 $\leq 1\%$,线性衰减 $\leq 0.35\%$,衰减表现更优,能够抵御户外高温、高湿的恶劣环境,可靠性优异。此外,公司自主研发的 HBC 电池,光电转换效率达到 27.3%,再次打破世界记录,公司维持晶硅单结电池和晶硅-钙钛矿叠层电池两大赛道电池效率世界纪录的双冠军。
- 计提存货减值,盈利阶段性承压。2023 年公司实现营业收入 1295.0 亿元,同比+0.4%;实现归母净利润 107.5 亿元,同比-27.4%。2023 年 Q4 单季度实现营业收入 354.0 亿元,实现归母净利润-9.4 亿元。2024 年 Q1 公司实现营业收入 176.7 亿元,同比-37.6%,实现归母净利润-23.5 亿元,同比-164.6%。受产业链价格下行及美国政策影响,2023 年公司计提存货和固定资产跌价准备 67.6 亿元,其中计提存货跌价准备 51.7 亿元(含因美国政策影响,部分产品长期滞港导致新增存货跌价准备约 13.5 亿元)。2024 年 Q1,公司计提存货资产减值准备 26.5 亿元,计提固定资产减值准备 1.5 亿元,短期对公司业绩形成拖累。
- 出货持续高增长,行业龙头地位稳固。2023 年公司实现单晶硅片出货 125.4GW(其中外销 53.8GW),同比+47.5%,连续 9 年单晶硅片全球出货量第一;实现组件出货 67.5GW(其中外销 66.4GW),同比+44.4%。2024 年 Q1 公司实现单晶硅片出货 26.7GW(其中外销 12.4GW),同比+12.3%;实现组件出货 12.9GW(其中外销 12.8GW),同比+16.6%。此外,2024 年 Q1 公司 HPBC 产品出货 4.75GW,持续保持增长势头,有利于公司分布式业务体量提升。
- 理性投资产能建设,推动全球化布局。截至 2023 年底,公司硅片/电池/组件产能分别为 170/80/120GW。未来三年,预计公司硅片/电池/组件产能将分别达到 200/100/150GW。2024 年,公司硅片出货量目标为 135GW 左右,电池+组件出货量目标为 90-100GW。为应对海外贸易政策,公司积极进行全球化产能布局。2024 年一季度,公司在美国的 5GW 组件合资工厂正式投产;此外,马来西亚 2.8GW 组件、越南 3.35GW 电池等项目按期逐步投产,马来西亚 6.6GW 硅棒项目建设有序推进。
- 盈利预测、估值分析和投资建议:在产业链价格下行、行业竞争加剧的背景下,公司做为行业龙头公司出货稳步增长,现金储备充足,且差异化布局 BC 技术,具有抵抗风险、穿越周期的能力。我们预计公司 2024-2026 年归母公司净利润 40.3/67.2/81.6 亿元,对应 2024 年 5 月 14 日收盘价,PE 分别为 35.4 倍、21.2 倍、17.5 倍,维持“买入-A”评级。
- 风险提示:政策变动风险;行业竞争加剧风险;产品及原材料价格波动风险;光伏新增装机不及预期;

技术更迭风险等。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明:

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A 股以沪深 300 指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级:因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)。

评级体系:

——公司评级

- 买入: 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上;
- 增持: 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间;
- 中性: 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间;
- 减持: 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间;
- 卖出: 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市: 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上;
- 同步大市: 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间;
- 落后大市: 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A: 预计波动率小于等于相对基准指数;
- B: 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

