

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|嘉实中国电建清洁能源 REIT 成立——周观 REITs2024 年 3 月第 3 周》

1、大类资产方面，中证 REITs 指数下跌 2.79%，REITs 总指数下跌 2.97%，产权 REITs 指数下跌 3.31%，经营权 REITs 指数下跌 2.40%。大类资产角度，REITs 总指数跑输沪深 300 指数 2.27 个百分点，跑输中证全债指数 3.12 个百分点，跑输南华商品指数 3.83 个百分点。细分类别方面，国泰君安临港创新产业园 REITT 领涨，涨跌幅为 0.37%。嘉实物美消费 REIT、建信中关村产业园 REIT、华夏金茂商业 REIT 领跌，涨跌幅分别为 -7.73%、-7.70%、-7.19%。2、估值方面，华夏中国交建高速 REIT 的估值收益率最高。交通基础设施 REITs 中，华夏中国交建高速 REIT 的 PV 倍数最小，为 0.45；华夏中国交建高速 REIT 的估值收益率最高，为 13.21%。消费基础设施 REITs 中，嘉实物美消费 REIT 的 PV 倍数最小，为 0.89；华夏金茂商业 REIT 的估值收益率最高，为 7%。

风险提示：REITs 基础资产项目未来经营情况具有不确定性；募集说明书 中测算的未来现金流可能无法准确反映实际情况；募集发行进度不及预期。

《金工|量化择时周报：市场指标进入关键区域》

1、择时体系信号显示，均线距离 -1%，距离绝对值小于 3%，进入震荡格局，最为关键的观察变量在于市场风险偏好的度量。宏观层面，下周进入关键宏观数据的真空阶段，对市场的风险偏好或有一定的提升。2、技术指标上，当前市场进入底部的强势反弹阶段，关于反弹的幅度和时间，我们建议使用均线系统进行控制风险，参照历史上几次大底后第一轮反弹的情景，建议参考 20 日均线进行控制风险，也就是在 20 日均线未跌破之前，反弹有望延续。3、我们的行业配置模型显示，进入 3 月份，我们的行业配置模型继续持有困境反转板块，推荐消费电子和证券；此外 TWOBETA 模型 3 月开始推荐周期上游。当前行业建议继续关注消费电子和证券以及周期上游中有色煤炭。当前以 wind 全 A 为股票配置主体的绝对收益产品建议仓位 80%。

风险提示：市场环境变动风险，模型基于历史数据。

《宏观|2.5%能耗强度下降目标会带来什么影响？》

1、“能耗双控”逐步转向“碳排放双控”。这不仅会增强能源消费总量管理的弹性，为经济增长创造更多用能空间，还将对中西部绿色能源大省的发展产生积极的影响。2、“十四五”规划是“能耗双控”转向“碳排放双控”的拐点。在 2022 年和 2023 年能耗降幅均远未达预期的情况下，我们认为“十四五”实现能耗降低 13.5%的可能性较低。在不影响经济总量的情况下，我们认为实现 2024 年单位 GDP 能耗目标的难度不大。尽管实现能耗目标的挑战性较小，但需要考虑地区性差异，特别是中西部和东南沿海地区。3、为了实现目标，我们认为可以采取以下行动。一是进行能源消费管理，提高非化石能源占能源消费总量的比例。二是对钢铁、有色、石化、化工、轻纺和电力等关键行业的生产设备、用能设备和发输配电设备进行节能减排的设备更新和技术改造。三是聚焦建筑运行阶段的能效提升和节能措施，推进存量建筑节能改造。

天风 3 月金股推荐

简称	调入时间
中际旭创	20231031
润建股份	20231031
学大教育	20231031
济川药业	20231231
国电电力	20231231
中国人寿	20240131
天孚通信	20240131
金山办公	20240131
中集集团	20240131
温氏股份	20240131
华图山鼎	20240131
四川路桥	20240131
中钨高新	20240131
海默科技	20240131
宇晶股份	20240229
顶点软件	20240229
神州泰岳	20240229
光线传媒	20240229
铂力特	20240229
瑞联新材	20240229
格力电器	20240229
新宝股份	20240229
盾安环境	20240229
新产业	20240229
思考乐教育	20240229
新澳股份	20240229
同庆楼	20240229
宋城演艺	20240229
锦波生物	20240229
世名科技	20240229
苏美达	20240229
盛航股份	20240229
秦港股份	20240229
保利发展	20240229

资料来源：天风证券研究所

最新调整日期 2024.02.29

晨会纪要

风险提示：GDP 增速超预期；第二产业增加值增速超出预期；节能降碳措施不及预期。

《能源开采|行业深度：煤炭股波段运行节奏复盘及展望：2021-2024》

1、2021.3-10月：超长上涨期，历时8个月，煤炭板块总市值由8000亿上涨至13000亿。主要逻辑：EPS 预期，煤价大涨带来的业绩预期驱动。涨幅最大个股之一：兖矿能源（311%）2、历史规律总结：EPS 响应的滞后性与相关性：当期大幅上涨的标的，并不一定是当期业绩增幅最好的企业，但前期业绩增幅最好的企业后期大概率大涨。比如：平煤股份；主题偏好：当期事件型主题色彩突出的标的，涨幅多数情况下大概率靠前。比如：兖矿能源、广汇能源、新集能源；盈亏同源：当期跌幅靠前的标的，大部分都是前期涨幅靠前的标的——本质上都是交易过高的业绩预期；攻防转换开始凸显：弱预期下的配置策略转换，“哑铃型组合”导致之前明显偏保守的标的，在估值修复中越发突出。比如：陕西煤业、中国神华。

风险提示：经济增长不及预期；房建恢复不及预期；在建产能投放超预期；测算具有主观性，仅供参考。

买方观点

关注商品价格及开工情况。海外关注美国通胀等数据。当前关注Q1业绩，主题关注AI、液冷、铜互联、低空、设备更新等。

晨会焦点

《计算机|卡莱特（301391）首次覆盖：LED 显示控制系统龙头，产品矩阵扩张引领增长》

1、卡莱特是为LED视频图像领域提供综合化解决方案的公司。公司产品主要分为LED显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类，实现了对LED视频播放后端的覆盖。假设2023-2027年销售面积不变，仅考虑产业应用LED点间距变化，我们测算对应像素点数量的复合增速将达到12.87%。超高清趋势下，8k对应的像素量超过2k的9倍，同样推动显控系统需求上行。2、卡莱特从LED显控系统出发，一体化产品推动整体毛利提升。展望未来，高端超级主控系列产品放量，有望推动公司毛利率进一步提升。目前，显示控制系统与视频处理设备的结合已经成为公司第二增长曲线。我们预计公司2023-2025年营业收入10.18/15.16/22.79亿元，对应增长率为49.87%/48.89%/50.38%；公司归母净利润为2.12/2.97/4.44亿元。公司作为LED显控设备头部厂商，同时视频处理设备已经成为公司第二增长极，未来随着高端超级主控系列产品放量，我们看好公司盈利能力进一步提升，给予公司2024年35xPE作为目标估值，目标市值104.06亿元，对应目标价153.02元，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，客户集中度较高风险，技术迭代升级风险，产能不足的风险，代理采购集中度较高的风险，测算具有一定主观性。

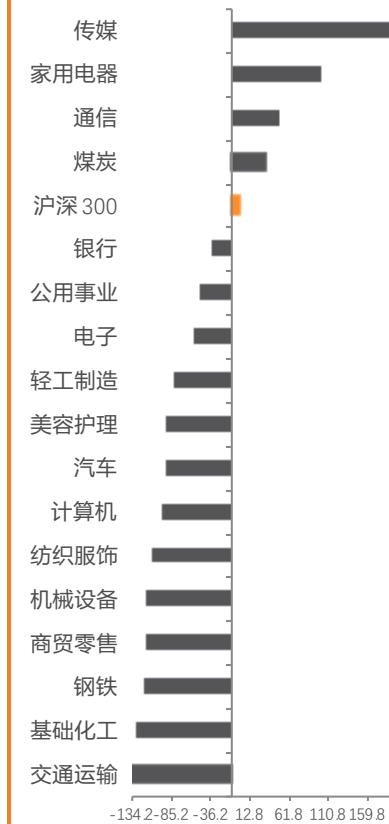
《电新|博俊科技（300926）首次覆盖：冲压行业新秀，绑定龙头客户迎高速增长》

1、冲压行业新秀，产品从小件往总成件延伸，客户从tier1向主机厂拓展。根据公司23年业绩预告，归母净利润中值为3.07亿元，YOY+108%，20-23年CAGR为66%，同时盈利能力较为稳定，历史年度净利率在10%以上，毛利率在24%以上。2、冲压市场格局分散，客户结构好的供应商份额有望提升。在新能源车型开发周期缩短、自主及新势力崛起背景下，建厂/服务响应速度快、成本优势明显、具备集成化供货能力的国产冲压厂商迎

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3048.03	-0.95
沪深300	3545	-1.01
中证500	5384.57	-1.49
中小盘指	3508.23	-1.41
创业板指	1869.17	-1.47
国债指数	210.03	0.08

上一交易日行业表现



资料来源：聚源数据；天风证券研究所

海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	16499.47	-2.16
道琼斯	39475.90	-0.77
纳斯达克	16428.82	0.16
标普500	5234.18	-0.14
日经225	40888.43	0.18
德国DAX	18205.94	0.15
法国CAC	8151.92	-0.34
富时100	7930.92	0.61
台湾	20228.43	0.15

申万行业指数预览

类别	总市值	流通市值	市盈率	市净率
	(亿元)	(亿元)	PE	PB
农林牧渔	97149	37960	58	4.1
基础化工	284899	109879	44	2.9

来机遇,客户结构好的供应商市场份额伴随下游客户销量份额增长持续提升。我们预计公司2023-2025年归母净利润有望达3/4.3/6.0亿元,对应当前PE为24/17/12X,PEG为0.41/0.29/0.20X。公司作为国内冲压行业重要公司,有望受益于冲压行业的发展,公司积极布局一体化压铸技术,顺应市场潮流,推动降本增效,在未来业绩有望进一步增长,参考可比公司PEG,给予公司2024年0.4倍的PEG,对应目标价为36.71元,首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示:原材料价格波动的风险,客户相对集中的风险,产品价格波动的风险,技术风险,文中所提的业绩快报数据仅为初步核算结果,具体数据以正式发布的23年年报为准,文中测算具有一定主观性,仅供参考。

《机械|伊之密(300415)首次覆盖:注塑机基本盘稳固,一体化压铸打开成长空间》

1、公司专注于高分子材料及金属模压成型设备,注塑机和压铸机位居行业前列,已成为中国较具规模、竞争力和发展潜力的大型装备综合服务商。公司营收和净利润高速增长,2013-2022年营收和归母净利润CAGR分别达15.03%、19.97%,毛利率长期维持30%以上;公司注塑机、压铸机业务占比分别约为70%、20%。2、深厚经验+全周期服务赋能优质产品,优秀设备企业具较强 α 。综合对比其他模压成型上市公司,公司成长性、盈利性居行业前列,优于行业整体表现。伊之密2023-2025年归母净利润为4.84、6.24、7.60亿元。所选取的可比公司2024年PE平均为17.9倍,考虑到伊之密注塑+压铸双轮驱动,注塑机业务夯实长期增长基础,一体化压铸打开成长空间,近十年来具备较为稳定且高于行业平均水平的增长速度和盈利能力。给予伊之密2024年PE18倍,目标市值112亿元,目标价为23.97元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:注塑机行业竞争格局恶化;一体化压铸下游需求不及预期;新系列注塑机和大型压铸机研发进度不及预期;周期复苏进度不及预期;环保政策的影响;文中假设及盈利预测具有主观性;选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市,存在一定的估值体系差异风险。

《食品饮料|金徽酒(603919):营收符合预期,结构升级态势延续》

2023全年公司实现营业收入25.48亿元(同比+26.64%);实现归母净利润3.29亿元(同比+17.35%)。23Q4公司实现营业收入5.29亿元(同比+17.35%);实现归母净利润0.56亿元(同比-15.44%)。我们认为23全年公司营收符合预期,或受益于公司营销转型成果显著+产品结构上行+省内外市场建设提速。1、中高档酒放量高增,产品结构持续上移。2023年100元以下/100-300/300元以上的价格分别为8.5/17.0/51.4万元/千升,分别同比-5.7%/-2.6%/-9.7%,吨酒价下滑或主因货折力度加大。2、省内外齐头并进,渠道规模持续优化。23全年公司经销商规模同比增长128个至864个,平均经销商规模同比变动7.75%至290.04万元/家,具体来看省内/外经销商规模分别同比变动32/96个至272/592家,平均经销商规模分别变动11.77%/5.46%至706.35/98.76万元/家。结合公司费用投放策略,我们适度下调盈利预测,预计公司24-25年归母净利润4.3/5.5亿元(前值4.8/6.3亿元),新增26年预测值7.4亿元,维持“买入”评级。

风险提示:宏观经济复苏不及预期;行业竞争加剧;动销不及预期。

《建筑建材|周观点:基数效应影响感知,投资开工压力持续——统计局24年1-2月数据点评》

1、基数效应影响感知,价格压力较大。3月18日,国家统计局发布2024年1-2月全国房地产市场基本情况。2024年1-2月,新建商品房销售面

钢铁	59892	18942	134	1.4
有色金属	148793	73425	113	3.3
电子	189993	91062	71	3.9
汽车	194340	68889	24	2.6
家用电器	96846	44260	18	3.2
食品饮料	165837	66516	30	4.5
纺织服饰	69031	28573	34	3.4
轻工制造	84127	38265	55	3.6
医药生物	314266	133399	44	4.7
公用事业	205664	69972	22	2.3
交通运输	161911	54710	22	1.9
房地产	245497	95805	23	2.3
商贸零售	102758	42765	45	2.6
社会服务	37510	12590	55	4.6
银行	558268	146973	7	1
非银金融	324232	142795	14	2
综合	37355	21781	89	4.3
建筑材料	57398	25148	40	2.4
建筑装饰	154468	55693	16	1.9
电力设备	169901	74240	47	3.6
机械设备	227280	97341	65	3.1
国防军工	76728	33026	148	4
计算机	220504	99085	60	5.9
传媒	194561	72896	52	4.8
通信	90698	45155	52	3.9
美容护理	6318	3473	19	3.7

注:PE、PB的计算采用22年年报数据;市值为最近一个交易日的数据

积 11369 万平方米，同比下降 20.5%。我们认为，当前持续宽松的政策导向下，24 年市场预期出现类似 23 下半年的再次下滑的概率相对较低。2、需求侧 LPR 超预期下调，因城施策框架下各地“四限”调整进入新一轮发力期，有望带动改善需求集中释放，白名单等供给端融资支持力度持续加码，预计 24 年供给侧出清基本结束。行业基本面止跌企稳前，我们认为需求不稳、政策延续，看好供需政策双向发力对板块行情的持续驱动。标的方面 1) 推荐优质地产龙头：招商蛇口、保利发展、中国海外发展，建议关注越秀地产、华润置地、绿城中国、滨江集团；2) 推荐优质物管企业：招商积余、保利物业，建议关注中海物业、万物云；3) 建议关注保障房及城中村改造主题：绿城管理控股，城建发展、天健集团、中华企业。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期。

《环保公用&能源开采|新奥股份 (600803)：国内销售或成为平台交易气驱动引擎，分红提升彰显投资价值》

公司公布 2023 年年报。2023 年公司实现营业收入 1437.5 亿元，同比减少 6.68%；实现归母净利润 70.9 亿元，同比增长 21.3%；实现归属于上市公司股东核心利润 63.8 亿元，同比增长 5.12%。公司计划每股派发现金红利 0.91 元（含税）。1、平台交易气业务稳健拓展，期待 2024 年国内业务成为增长驱动引擎。公司 2023 年新签国际长协资源 280 万吨，累计签署国际长协超 1000 万吨/年，为下游客户的稳定供应打下坚实基础。2、剥离煤炭业务，公司分红比例进一步提升。截至 2024 年 3 月 22 日收盘，公司 2024 年对应股息率约 5.4%。23 年处置煤炭资产导致投资净收益同比增长 70.75 亿，24 年市场逐步回归常态，但仍处脆弱平衡，面临诸多不确定性，24 年归母净利润或将一定程度承压。我们看好公司平台交易气业务在国内的拓展，预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 66.8/76.4/84.8 亿元（24/25 年前值为 74.4/89.7 亿），对应 PE 分别为 8.9/7.8/7x，维持“买入”评级。

风险提示：国际气价超预期波动、国内顺价政策进度不及预期、下游需求恢复不及预期、平台交易气业务下游客户拓展不及预期等风险。

《能源开采|中国神华 (601088)：重视股东回报，提高分红比例》

根据公司披露，2023 年全年归母净利润为 596.94 亿元，同比-14.3%；加权平均 ROE 达到 14.88%，同比减少 3.2 个百分点；2023 年公司营业收入为 3430.74 亿元，同比-0.4%。1、煤炭板块经营数据、开采成本均较优异。2023 年全年煤炭板块销售收入达 2628.68 亿元，同比-2.3%。其中自产煤达到 1782.42 亿元，同比-5.6%，外购煤达到 846.26 亿元，同比+5.5%。全年商品煤产量 3.245 亿吨，同比+3.5%；商品煤销量 4.5 亿吨，同比+7.7%。其中自产煤销售量达到 3.254 亿吨，同比+2.9%，外购煤销售量达到 1.246 亿吨，同比+22.6%。2、电力业务充分发挥煤电一体化优势。全年总发电量 2122.6 亿千瓦时，同比+11%；总售电量为 1997.5 亿千瓦时，同比+11.1%。2023 年公司电力板块平均售电价格为 0.414 元/千瓦时，同比-0.004 元/千瓦时。度电成本为 0.363 元，同比-0.019 元/千瓦时，主要原因是煤炭采购价格有所下滑。度电毛利为 0.051 元，同比+0.014 元/千瓦时。我们维持 2024-2025 年归母净利润为预测 631/641 亿元，现新增 2026 年归母净利润预测 643 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭供给超预期增长；煤炭进口量超预期增长；煤化工产能超预期增长；经济增长不及预期；水电发力超预期；计提资产减值风险。

《金属|周观点：英伟达 2024GTC 重磅成果发布，铜缆高速连接及 PEEK 材料迎发展机遇》

1、英伟达推出最强 AI 芯片，铜缆高速连接器助力数据传输。GB200 超级芯片在互联中 GPU 与 NVSwitch 采取高速铜缆互联，并内置 5000 根 NVLink 铜缆，实现了成本的大幅节约。2、人形机器人是未来产业的新赛道，有望在各行业极大地解放人类劳动力。通过 AI 赋能，可实现自然的语言交互与行为动作，在航空航天、智能制造、农业生产、家庭服务等不同领域、不同场景中均有广泛的应用前景，有望颠覆一些领域现有的发展格局。3、PEEK 材料可用于人形机器人的轻量化，实现以塑代钢。目前，国内已有厂家应用 PEEK 材料于人形机器人的关节、轴承、齿轮等部件，形成配套生产链。根据产业化进展情况，我们认为随着人工智能算力需求的快速增长，国内高速连接厂商将迎来更有利发展条件；随着人形机器人及飞行汽车的产业发展推进，PEEK 轻量化材料需求也将不断提升，建议关注行业及相关公司进展。

风险提示：技术发展不及预期风险；下游需求不及预期风险；产业政策推进不及预期风险。

评级调整

公司/行业	评级调整日期	盈利预测与价格区间
博俊科技(300926)	买入(首次) 20240324	24/25EPS 1.54/2.16,TP36.71
伊之密(300415)	买入(首次) 20240324	24/25EPS 1.33/1.62,TP23.97
卡莱特(301391)	买入(首次) 20240322	24/25EPS 4.37/6.53,TP153.02
名创优品(09896)	买入(首次) 20240320	24/25EPS ,TP
齐心集团(002301)	买入(首次) 20240319	24/25EPS 0.37/0.45,TP

报告列表

- 中国联通 (600050): 业绩稳步增长, 投资回报显著增厚-增持-唐海清/陈汇丰/王奕红/康志毅
- 复宏汉霖 (02696): 产品持续放量, 加速海外市场开拓-买入-杨松
- 中国移动 (600941): 营收破万亿利润再创历史新高, 持续提高股东回报-买入-唐海清/陈汇丰/王奕红/康志毅
- 三维化学 (002469): 收入/利润稳步增长, 工程+化工+新材料三轮驱动-买入-鲍荣富/任嘉禹/王涛
- 新奥股份 (600803): 国内销售或成为平台交易气驱动引擎, 分红提升彰显投资价值-买入-郭丽丽/张樨樨/赵阳
- 金徽酒 (603919): 营收符合预期, 结构升级态势延续-买入-吴立/谢文旭
- 博俊科技 (300926): 冲压行业新秀, 绑定龙头客户迎高速增长-买入-孙潇雅/王彬宇
- 盛通股份 (002599): 深耕科学教育, 期待乐博运营改善-买入-孙海洋
- 伊之密 (300415): 注塑机基本盘稳固, 一体化压铸打开成长空间-买入-朱晔
- 万达电影 (002739): 院线主业受益于大盘复苏, 管理层变更或为内容及游戏业务提供向上空间-买入-孔蓉/曹睿
- 保隆科技 (603197): 再获新能源龙头空悬订单, 新兴业务加速放量-买入-邵将/郭雨蒙
- 中国神华 (601088): 重视股东回报, 提高分红比例-买入-张樨樨/纪有容
- 嘉必优 (688089): 基本面企稳趋势向好, 合成生物技术携 HMO 新品蓄势待发-买入-吴立/陈潇/戴飞
- 太平鸟 (603877): 品牌矩阵整合出新-买入-孙海洋
- 索菲亚 (002572): 23 年业绩稳健, 整家战略驱动成长-买入-孙海洋
- 安琪酵母 (600298): 23Q4 主业承压, 静待后续改善-买入-吴立/何宇航
- 361 度 (01361): 23 年增速靓丽, 电商高增, 儿童表现亮眼-买入-孙海洋
- 中材科技 (002080): 叶片盈利改善, 锂膜增长空间大, 玻纤或逐渐筑底-买入-鲍荣富/王雯/王涛/林晓龙
- 卡莱特 (301391): LED 显示控制系统龙头, 产品矩阵扩张引领增长-买入-缪欣君
- 金蝶国际 (00268): 订阅优先、AI 优先, V 型反转逐渐明晰-买入-缪欣君
- 南山智尚 (300918): 超高分子项目贡献业绩增量-买入-孙海洋
- 宝丰能源 (600989): 业绩符合预期, 内蒙项目助力高速增长-买入-张樨樨
- 中国海油 (600938): 2023 年报: 油气产量高增长, 业绩符合预期-买入-张樨樨
- 非金属新材料: 周内碳纤维板块受益低空经济, 日本扩大海风范围-强于大市-鲍荣富/熊可为/朱晓辰
- 建筑材料: 当前玻纤实际需求及 24 年行业供需怎么看? -强于大市-鲍荣富/王雯/王涛/林晓龙
- 金属与材料: 消息扰动+宏观催化, 铝价稳步上行-强于大市-刘奕町/曾先毅/陈凯丽
- 农林牧渔: 2024 年第 11 周周报: 生猪库存压力有所累积, 长期趋势已成, 静待猪周期反转! -强于大市-吴立/陈潇/林逸丹/陈炼
- 新兴产业: 2024 年有望成为低空经济发展元年, 建议关注纳睿雷达、联创光电-强于大市-吴立/林逸丹
- 金属与材料: 英伟达 2024GTC 重磅成果发布, 铜缆高速连接及 PEEK 材料迎发展机遇-强于大市-刘奕町
- 房地产: 基数效应影响感知, 投资开工压力持续——统计局 24 年 1-2 月数据点评-强于大市-王雯/鲍荣富
- 建筑装饰: 基建投资旺盛, 重视低空经济带动设计放量-强于大市-鲍荣富/王雯/王涛
- 能源开采: 煤炭股波段运行节奏复盘及展望: 2021-2024-强于大市-张樨樨
- 食品加工: 预制菜行业更新——六部门联合印发规范文件-强于大市-陈潇
- 财报披露后转债与正股表现复盘: 可转债市场周报 (2024.03.24) -孙彬彬
- 工业高频指标分化: 工业生产高频跟踪 20240324-孙彬彬/隋修平
- 如何看待和应对未来债市供给压力? : 固收利率周报 (2024-03-24) -孙彬彬/隋修平/魏予陶
- 谁在买超长信用债? : 固收信用周报-孙彬彬/孟万林/姜艺璇
- 每周债市观察 (20240324): 债市观察 20240324-孙彬彬/隋修平/魏予陶
- 金融工程: 量化择时周报: 市场指标进入关键区域-吴先兴
- 金融工程: 实施进度组合本周超额基准 4.07%-祇飞跃/姚远超
- 金工定期报告: 净利润断层本周超额基准 2.41%-吴先兴/姚远超
- 金融工程: 基金风格配置监控周报: 权益基金连续三周下调大盘股票仓位-吴先兴/韩乾
- 嘉实中国电建清洁能源 REIT 成立: 周观 REITs2024 年 3 月第 3 周-吴开达
- CD 利率维持低位震荡: 同业存单周度跟踪 (2024-3-23) -孙彬彬/隋修平/朱宸翰
- 金融工程: 海外文献推荐 第 282 期-吴先兴/姚远超
- 宏观: 2.5% 能耗强度下降目标会带来什么影响? -宋雪涛
- 经济偏强, 表述偏鸽, 后续怎么看? : 美联储 3 月议息会议点评-孙彬彬/隋修平/马戎

报告摘要

金融固收

金融工程：量化择时周报：市场指标进入关键区域

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

市场指标进入关键区域 上周周报(20240317)认为：“当前市场进入底部的强势反弹阶段，关于反弹的幅度和时间，我们建议使用均线系统进行控制风险，参照历史上几次大底后第一轮反弹的情景，建议参考 20 日均线进行控制风险，也就是在 20 日均线未跌破之前，反弹有望延续。”上周(20240318-20240322)市场整体持平，wind 全 A 全周维持不变，市值维度上，上周代表小市值股票的国证 2000 上涨 1.51%，中盘股中证 500 下跌 1.28%，沪深 300 下跌 0.7%，上证 50 下跌 0.99%；上周中信一级行业中，传媒和农业表现最强，传媒大涨 8.93%；建材和医药表现最差，建材下跌 2.38%。上周成交活跃度上，农业和传媒资金流入明显。从择时体系来看，我们定义的用来区别市场整体环境的 wind 全 A 长期均线 (120 日) 和短期均线 (20 日) 的距离继续减小，最新数据显示 20 日线收于 4445，120 日线收于 4490 点，短期均线位于长线均线之下，两线距离由之前的-2.96%降低至-1%，绝对距离小于 3%，市场处于震荡格局。市场处于震荡格局，最为关键的观察变量在于市场风险偏好的度量。宏观层面，下周进入关键宏观数据的真空阶段，对市场的风险偏好或有一定的提升。技术指标上，当前市场进入底部的强势反弹阶段，关于反弹的幅度和时间，我们建议使用均线系统进行控制风险，参照历史上几次大底后第一轮反弹的情景，建议参考 20 日均线进行控制风险，也就是在 20 日均线未跌破之前，反弹有望延续。配置方向上，我们的行业配置模型显示，进入 3 月份，我们的行业配置模型继续持有困境反转板块，推荐消费电子和证券；此外 TWOBETA 模型 3 月开始推荐周期上游。当前行业建议继续关注消费电子和证券以及周期上游中有色煤炭。从估值指标来看，wind 全 A 指数 PE 位于 20 分位点以内，属于偏低水平，PB 低于 5 分位点，属于极低水平，结合短期趋势判断，根据我们的仓位管理模型，当前以 wind 全 A 为股票配置主体的绝对收益产品建议仓位 80%。择时体系信号显示，均线距离-1%，距离绝对值小于 3%，进入震荡格局，最为关键的观察变量在于市场风险偏好的度量。宏观层面，下周进入关键宏观数据的真空阶段，对市场的风险偏好或有一定的提升。技术指标上，当前市场进入底部的强势反弹阶段，关于反弹的幅度和时间，我们建议使用均线系统进行控制风险，参照历史上几次大底后第一轮反弹的情景，建议参考 20 日均线进行控制风险，也就是在 20 日均线未跌破之前，反弹有望延续。我们的行业配置模型显示，进入 3 月份，我们的行业配置模型继续持有困境反转板块，推荐消费电子和证券；此外 TWOBETA 模型 3 月开始推荐周期上游。当前行业建议继续关注消费电子和证券以及周期上游中有色煤炭。

风险提示：市场环境变动风险，模型基于历史数据。

金融工程：实施进度组合本周超额基准 4.07%

祗飞跃 difeiyue@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120001

股权激励组合 今年以来，激励目标组合绝对收益为 0.49%，超额中证 500 指数 1.32%，本月组合超额中证 500 指数 7.99%，本周组合超额中证 500 指数 0.63%。今年以来，人员结构组合绝对收益为 4.17%，超额中证 500 指数 4.99%，本月组合超额中证 500 指数 6.11%，本周组合超额中证 500 指数 1.21%。今年以来，实施进度组合绝对收益为 0.77%，超额中证 500 指数 1.59%，本月组合超额中证 500 指数 9.52%，本周组合超额中证 500 指数 4.07%。超预期组合 今年以来，组合绝对收益为-3.16%，超额中证 500 指数-2.34%，本月组合超额中证 500 指数 2.94%，本周组合超额中证 500 指数 0.98%。大盘价值组合 今年以来，组合绝对收益为 6.54%，超额国证价值指数-0.80%，本月组合超额国证价值指数 1.43%，本周组合超额国证价值指数 0.77%。中证 500 增强组合 今年以来，组合绝对收益为 2.13%，超额中证 500 指数 2.95%，本月组合超额中证 500 指数 0.39%，本周组合超额中证 500 指数 0.02%。中证 1000 增强组合 今年以来，组合绝对收益为-3.57%，超额中证 1000 指数 1.38%，本月组合超额中证 1000 指数-0.62%，本周组合超额中证 1000 指数-0.36%。

风险提示：模型基于历史数据，存在失效的风险；市场风格变化风险。

金工定期报告：净利润断层本周超额基准 2.41%

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

戴维斯双击策略 戴维斯双击即指以较低的市盈率买入具有成长潜力的股票，待成长性显现、市盈率相应提高后卖出，获得乘数效应的收益，即 EPS 和 PE 的“双击”。策略在 2010-2017 年回测期内实现了 26.45% 的年化收益，超额基准 21.08%。今年以来，策略累计绝对收益 4.93%，超额中证 500 指数 5.75%，本周策略超额中证 500 指数-0.92%。本期组合于 2023-10-23 日开盘调仓，截至 2024-03-22 日，本期组合超额基准指数 8.07%。净利润断层策略 净

利润断层策略是基本面与技术面共振双击下的选股模式，其核心有两点：“净利润”，指通常意义上的业绩超预期；“断层”，指盈余公告后的首个交易日股价出现向上跳空，该跳空通常代表市场对盈余报告的认可程度。策略在2010年至今取得了年化28.98%的收益，年化超额基准27.70%。本年组合累计绝对收益-2.99%，超额基准指数-2.16%，本周超额收益2.41%。沪深300增强组合根据对优秀基金的归因，投资者的偏好可以分为：GARP型，成长型以及价值型。GARP型投资者希望以相对低的价格买入盈利能力强、成长潜力稳定的公司。以PB与ROE的分位数之差构建PBROE因子，寻找估值低并且盈利能力强的股票；以PE与增速的分位数之差构建PEG因子，寻找价值被低估且拥有可靠的成长潜力的公司。基于投资者偏好因子构建增强沪深300组合，历史回测超额收益稳定。本年组合相对沪深300指数超额收益为2.06%；本周超额收益为-0.27%；本月超额收益为-0.58%。

风险提示：模型基于历史数据，存在失效的风险；市场风格变化风险。

金融工程：基金风格配置监控周报：权益基金连续三周下调大盘股票仓位

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

公募基金风格监控 基金季报中披露有基金前十大重仓股，同时企业季度报告中披露有企业的前十大股东信息（主要使用上市公司1、3季度十大股东信息），结合这两部分信息我们可以得到基金持仓更加详细的重仓股信息。因此模拟全部股票持仓只需要估计基金剩余的非重仓持股明细。基金季报（T期）披露有股票持仓的证监会行业配置信息，基金最近（T-1期）半年报、年报会披露全部股票持仓，可得基金半年报、年报末非重仓股持仓信息。假设基金非重仓股持仓在两期各行业下持股种类不变，仅持股权重按比例变化，那么根据T-1期非重仓股持仓按比例放缩权重可得到T期非重仓股模拟持仓。在每年1、4、8、10月末我们能得到公募基金模拟持仓（其中8月末为基金半年报真实持仓），基于模拟持仓我们首先估计公募基金股票仓位，进而刻画公募基金的风格表现。基于公募基金模拟持仓，本文将基金股票持仓拆分成大、小盘两部分，利用基金日收益率以及基金大、小盘指数日收益率，本文用加权最小二乘法估计公募基金每个时间点在大、小盘组合上配置仓位，进而得到对于公募基金仓位的日度监控。以基金股票估计仓位为基础，本文从大小盘配置、市值暴露、行业配置三个维度刻画了公募基金的平均风格变化情况。公募基金最新配置信息 截止2024-03-22日，普通股票型基金仓位中位数为87.0%，相比上周估计值下降0.2%，偏股混合型基金仓位中位数为82.4%，相比上周估计值下降1.1%。上周普通股票型基金与偏股混合型基金在市场大盘组合估计仓位值分别下降1.0%和下降0.7%，在市场小盘组合估计仓位值分别上升0.8%和下降0.5%。普通股票型基金和偏股混合型基金当前仓位估计值在2016年以来仓位估计值序列中的分位点分别为25.7%和25.0%。以中信一级行业分类作为股票行业划分依据，截止2024-03-22日公募基金在电子、医药、电力设备、食品饮料、机械等行业有着较高的配置权重。本周（2024-03-18~2024-03-22）偏股投资型基金在非银行金融、银行、医药、房地产、机械等行业的仓位下降，在电子、计算机、传媒、通信、综合等行业的仓位提升。

风险提示：基金仓位数据根据基金仓位估计模型测算得出，存在失效的风险；市场风格变化风险。

金融工程：海外文献推荐 第 282 期

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

文献一：一场拉锯战：隔夜收益 vs 日内收益 作者将预期收益分为隔夜与日内两个部分，研究了投资者异质性与两部分收益的持续性的联系。研究表明，公司层面回报的隔夜和日内部分的具有显著的持久性，这与客户在接近开盘时或在交易日晚些时候持续交易某些类型的股票是一致的。作者指出，基本上所有动量策略和短期反转策略的异常回报都发生在隔夜，而其他策略的异常回报则发生在日内，并且这种模式不是由新闻驱动的。此外，作者在14种交易策略的回报中寻找类似的拉锯战，发现在所有情况下，利润要么完全是在一夜之间赚取的（针对反转和各种动量策略），要么完全是日内赚取的，而这些组成部分通常拥有相反的符号。作者认为，这种拉锯战应该会降低客户执行该战略的效率。事实上，策略的隔夜和日内回报部分之间的平滑利差通常以与该解释一致的方式预测该策略收盘表现的时间变化。

文献二：信息冲击和短期市场过度反应：投资者注意力的作用 作者使用股票回报率的跳跃作为信息冲击的代理，发现中国股市的短期过度反应。作者指出，规模较大、流动性较高的股票更有可能出现过度反应，这表明意外的大信息冲击可能与投资者的行为解释有关。通过研究过度反应的影响机制，作者发现较高的投资者关注度会促进过度反应，而不是基本面收益，这支持了投资者的行为解释。盘中信息冲击的结果提供了与投资者过度反应相一致的进一步证据。特别是投资者对交易时段信息冲击反应过度，而对隔夜信息冲击反应不足，这为解释这一现象提供了更多证据。作者基于发现构建交易策略，发现做空（做多）具有最大（最小）滞后累积跳跃回报的股票可以获得可观的正回报。此外，信息冲击对未来回报表现出显著的预测能力。市场过度反应对于公司特征、子周期分析和盘中分析来说是稳健的。投资者的关注助长了这种短期市场过度反应。

文献三：资产定价：日与夜的故事 作者研究了市场开放交易和休市时股票价格与贝塔值的关系。作者指出，资本资产定价模型(CAPM)总体表现不佳，因为市场风险(贝塔)与24小时回报的相关性较弱。研究表明，这是因为当市场开放交易时和闭市交易时，股票价格对贝塔的敏感性表现得非常不同。隔夜股票收益与贝塔值呈正相关，而交易日收益与贝塔值呈负相关。这些昼夜关系适用于美国和国际上的贝塔排序投资组合和个股，以及行业和账面市值比投资组合

以及现金流和贴现率贝塔排序投资组合。除了相对于贝塔的回报斜率的变化之外，隐含的无风险利率在夜间和白天之间也存在显著差异。与此相一致的是，美国国债期货的回报在夜间和白天之间同样存在显著差异。

风险提示：本报告内容基于相关文献，不构成投资建议。

财报披露后转债与正股表现复盘：可转债市场周报（2024.03.24）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

未来策略展望 近期处于2023年年报和2024一季报披露窗口期，我们复盘了2022年年报、2023年一季报、2023年半年报和2023年三季报披露后的转债与正股表现。 对比转债与正股表现，我们发现当业绩不及预期时转债多数较正股抗跌，业绩超预期时转债上涨弹性较弱，且转债对比正股的弱弹性在近两期财报披露季更加凸显，正股对财报更加敏感。同时转债涨跌弹性具有一定时滞性，转债随时间拉长存在一定的补涨或补跌。 在各类别转债中，偏股转债的业绩超预期占比相对较高，除2022年年报窗口外均有超50%标的业绩超预期。同时偏股转债表现优于正股比例相对较偏债与平衡型转债更高，但2023年半年报窗口期偏股表现较弱，或与偏股转债正股超预期比例较高有关，转债弱弹性多数超预期上涨表现不及正股。 分评级和规模来看，高评级AAA和大规模转债中表现优于正股比例相对更高且二者趋势相同，其中AAA级转债在T~T+3区间涨跌幅半数以上优于正股，主要原因或为高评级、大规模转债抗跌性更凸显。同时除2023年中报窗口期外，高评级、大规模转债在T~T+3区间涨跌幅表现普遍优于公告日T日的涨跌幅，其时滞性补涨能力或优于其他品类转债。2023年中报窗口期高评级、大规模转债表现优于正股比例较高，但在T~T+3区间比例下滑，原因或为当期正股业绩不及预期数量较多，转债T日抗跌后在T~T+3日补跌。 在财报窗口披露期，偏股型、高评级、大规模转债整体表现较其他品类更好，转债弱弹性在业绩不及预期时较正股有一定抗跌性，但业绩超预期的弹性空间有所不足，但近期财报窗口期转债的补涨补跌属性有所凸显，高评级、大规模转债的补涨属性或相对较强，建议关注相关机会。 本周市场震荡调整，或有一定止盈力量，汇率当周变动较大，周五离岸人民币开盘拉升至7.24，后续突破7.27，根据我们2024年3月22日报告《经济偏强，表述偏鸽，后续怎么看？》中观点“央行对汇率并未掉以轻心，基于3月议息会议信息，美联储降息节奏没有明显提前，基本面数据也表明美国经济仍有韧性，短期来看内外均衡压力尚未出现实质性改变”，本周或为短期波动调整。展望后市，国内权益与转债市场大幅下行空间或不大，市场情绪较前期回暖修复，震荡上行趋势或未改变，同时转债相比纯债或有更大空间。 策略上我们建议1)近期公司财报逐渐披露，建议自下而上寻求结构性调整机会，尤其是偏股类、高评级、大规模转债标的；2)关注处于相对低位的高红利转债标的；3)寻求信用风险较低的高YTM转债结构性调整机会；4)本周英伟达、Kimi大模型等热度较高，建议继续沿着权益市场相对明确的主题，比如AI、新质生产力、以旧换新、出海、AI等寻找低溢价率标的。

风险提示：美债变动超预期风险；资金流动性超预期风险；条款博弈风险；业绩披露不及预期风险。

工业高频指标分化：工业生产高频跟踪 20240324

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要： 石油沥青开工率、钢厂高炉开工率、全国整车货运流量指数和涤纶长丝开工率环比上升，汽车轮胎开工率、焦化企业开工率和PTA开工率环比下降。电厂日耗数据本周末更新，整体来看，各行业开工率涨跌互现，工业高频指标分化。

风险提示：报告仅为市场跟踪，不构成投资建议。

如何看待和应对未来债市供给压力？：固收利率周报（2024-03-24）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要： 二季度债市供给冲击是当前市场交易关注的重要变量。 1、是否市场化发行？2、发行期限结构？3、主要发行窗口？4、央行支持配合情况，5、供给摩擦的影响如何评估涉及到债市表现，特别是曲线形态，6、市场应该采取何策略应对与防范这一问题？ 我们倾向于认为大概率类似于2020年和2023年市场化发行，发行期限结构可能接近于专项债，主要发行窗口预计5-6月，财政部可能4月会加速发行地方债和普通国债适度腾挪窗口。供给的影响可能会适度抬升曲线，但是否一定变陡？不确定。参考2020年抗疫特别国债发行和2023年增发国债的情况，国债曲线最终分别导向熊平和牛平。 具体的市场策略应对首先需要区分供给落地前和落地后。其次，要考虑政府债供给对于宏观基本面和总体宏观预期的作用。2020年有效提振市场信心和预期，对应在发行前债市调整，发行落地利率上行幅度进一步放大。2023年在一揽子化债和增发国债的或有担心中，债市有所调整，但是当增发国债落地并发行的过程中，利率反而逐步企稳并下行。 考虑到目前市场仍然对宏观基本面能否有效企稳有所存疑，对供给的负面影响颇多关注，考虑市场预期，我们预计供给层面对债市影响更多是摩擦性质，策略上我们建议构建短期限和超长期限的哑铃型组合，保留多头策略方向。

风险提示：海内外疫情扩散超预期，国内经济增速超预期，国内外宏观政策转向超预期。

谁在买超长信用债？：固收信用周报

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

(1) 超长信用债一级发行有哪些新特征？ 超长信用债发行和净融资规模持续大幅走高。今年以来，截止 2024 年 3 月 23 日，超长信用债净融资规模超 1200 亿元。 发行期限拉长的同时，超长信用债平均发行利率也大幅走低。期限结构上来看，10 年期及以上发行占比明显提升。品种上来看，今年以来超长信用债发行主体以产业主体为主，占比在 80% 左右。其中，诚通控股、深圳地铁发行规模超百亿。 聚焦到城投来看，超长城投债发行也可观察到类似特征。如果将行权考虑在内，今年以来超长期城投债发行主体包括济南城建、重庆交投、重庆两江、成都高新、扬州城建等。

(2) 谁在买超长信用债？ 从银行间现券交易情况来看，今年以来保险公司是超长债的买入主力，保险对超长债净买入规模高于历史同期，理财、证券公司和银行业金融机构则表现为超长信用债净卖出。 保险机构行为的背后是 30 年国债利率持续下行的背景下，只能向地方债、长期限信用债要票息。 且从信用风险角度观察，超长债发行人以高等级产业主体为主，信用风险总体较小。 观察公募基金等其他机构，基金对信用久期的偏好相对中性，主要配置 3 年及以下的信用债，加久期也主要集中在 3-5 年品种，组合流动性依然是基金资产配置的重要考量。 基于此，在债市总体格局不发生改变的情况下，我们预计对于资产荒格局之下的超长信用债，保险等负债端稳定机构仍会积极参与，超长信用债行情预计仍有望延续。公募基金等机构对于信用久期会相对审慎。

(3) 如何看待超长期信用债投资价值？ 当前，机构拉久期、信用下沉持续演绎，10 年期各等级信用债收益率、信用利差均已下行至较低历史分位水平。与此同时，今年以来超长信用债二级交投活跃度也有明显提升。 在此背景下，市场关注后续存在阶段性止盈调整压力，或进一步带来信用负反馈的可能性。

参考历史来看，在债市急剧调整阶段，保险机构往往也不倾向于止盈。2022 年四季度保险机构、券商自营等是超长中票的净买入方。 基于此，我们认为在负债端稳定的前提下，超长信用债仍可积极参与。从 2024 年 3 月 22 日估值收益率来看，存量超长债中，诚通控股、中国信科、四川高速、渝富控股、重庆高速、大横琴、济南城投等主体部分存续债券仍有一定票息收益。

风险提示：宏观经济变动超预期、信用风险事件超预期、宏观政策超预期

每周债市观察（20240324）：债市观察 20240324

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

每周高频追踪（20240324）： 本周债市持续调整，在资金整体均衡的前提下，债市主要受地产预期和超长期特别国债的发行预期波动扰动。全周来看，10 年期国债收益率较周一上行 1.2BP 至 2.31%，10 年国开债收益率较周一上行 1.2BP 至 2.42%。1 年与 10 年国债期限利差扩大 3BP 至 54BP，1 年与 10 年国开债期限利差持平在 50BP。 政府债发行方面，国债发行 3730.00 亿元，净融资 2370.40 亿元；地方债发行 1657.74 亿元，净融资 260.86 亿元。 流动性方面，本周央行公开市场全口径净回笼 170 亿元，资金面整体处于均衡状态，但价格上存在边际收敛。 海外方面，美元指数本周上行至 104.43，海外主要债券收益率多数下行，10 年美债到期收益率较周一下行至 4.22%，美元兑人民币中间价上行至 7.1004。

风险提示：本报告仅为市场监控，不构成投资建议

CD 利率维持低位震荡：同业存单周度跟踪（2024-3-23）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要 本周存单观点—— 当前央行仍在较为精准监测资金面、调整货币投放规模，资金面客观压力不大。另一方面，资金面仍受内外均衡约束和防空转诉求的影响，我们预计后续资金利率中枢可能继续维持在不显著低于 OMO 利率的水平上。此外，临近季末，需要注意资金面或有阶段性波动加大的可能。 对于存单，考虑季末负债管理、到期续作、资本新规等因素，预计短期内 CD 利率继续维持低位震荡。 本周同业存单市场跟踪—— 发行规模：同业存单发行规模上升，净融资额上升至 4071.90 元（上周 -3268.10 亿元）。分主体看，股份行、城商行发行规模占比上升。分评级看，AAA 评级的存单占比上升，AA+ 评级的存单占比下降。 发行期限：同业存单发行加权期限上升至 6.91 个月（上周 6.34 个月），6M、9M 期存单发行占比上升、1M、3M、1Y 期存单发行占比下降。 发行成本：同业存单发行加权成本上升至 2.23% 左右（上周 2.22%），国有行 1Y 存单发行利率 2.24% 左右。 发行成功率：同业存单发行成功率上升至 93.48%（上周 89.47%），国有行、股份行、城商行、农商行发行成功率上升。 二级市场收益率：1YAAA 同业存单到期收益率下降至 2.25%（周度环比 -2.50bp）。

风险提示：货币政策不确定性，机构行为不确定性，市场走势不确定性。报告仅为市场监控，不构成投资建议。

经济偏强，表述偏鸽，后续怎么看？：美联储 3 月议息会议点评

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要 美联储 3 月议息会议选择按兵不动，基本符合市场预期，但经济预测和降息预期，似乎存在矛盾之处。 一方面，3 月会议上调经济预测和通胀预测，结合 2 月非农就业、通胀数据超预期，降息节奏似乎应该进一步推迟。 另

一方面，3月会议关于2024年预期联邦基金利率中位数维持去年12月预测的4.6%，而且官员表述总体相对偏鸽，鲍威尔在发布会提及QT Taper，认为“未来相当迅速地放慢缩表速度将是合适的”，并且指出“金融条件正在拖累美国经济”。既然经济偏强，联储表述为什么偏鸽？我们判断，尽管2月数据超预期，但高利率环境对美国经济的影响在下一阶段可能会有更显著的体现，关注有三：一是近期高频数据显示美国消费动能边际走弱。二是当前物价超预期可能与前期油价冲击的第二轮效应有关，年内或有阶段性消退。三是信贷高频数据显示美国地产供需也在降温。持续的高利率环境下，地产上下游将有越来越多主体面临更高的再融资成本。综合来看，我们判断，伴随美国总需求逐步回落，2024年6月前后开启降息仍有较大可能。市场需要关注可能的右侧数据冲击和市场节奏变化，以及大选临近的或有影响。后续美债美元怎么看？结合前述分析，我们判断，后续美债可能会震荡下行至4.0%附近，降息若开启中枢可能进一步下破4.0%。建议关注期间可能出现的右侧信号冲击。基于美欧经济对比、日本货币政策渐进调整，美元指数后续可能仍然在100-105水平。国内债市和流动性怎么看？基于3月议息会议信息和美国经济韧性，短期来看内外均衡压力尚未出现实质性变化。展望后续，考虑到二季度外围或有变化，国内降息的可能性在提高。至于降准，从稳定银行负债成本和防范系统性风险的角度确有助益，央行也明确后续仍然有空间，我们预计二季度有一次降准的可能性。需要进一步明确的是，在内外均衡约束下，即使进一步降准，资金可能不会显著宽松。对债市而言，在防空转套利的诉求下，债市或难以简单交易牛陡。

风险提示：国内增量政策超预期，国内通胀走势不及预期，海外经济表现超预期

行业公司

中国联通（600050）：业绩稳步增长，投资回报显著增厚

唐海清 tanghaiqing@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110517030002

事件：公司发布2023年度业绩，实现营业收入3726亿元，同比增长5.0%；EBITDA达到996亿元；归母净利润82亿元，同比增长12.0%，连续7年实现双位数提升。净资产收益率达到5.1%，实现近年最好水平。

我们的点评如下：

着力推进两大主业协调发展，实现质的有效提升和量的合理增长

联网通信业务稳中有进，为稳健经营守好基本盘。23年联网通信业务（移动联网、宽带联网、电视联网、专线联网、信息业务、通信业务）实现收入2446亿元，达两类主营业务收入3/4。其中1)移动联网量质提升，23年底移动用户数达3.33亿户，全年净增1060万，净增用户同比增长90%，其中5G套餐用户达2.5964亿，占比78%，同比提升12个百分点。2)宽带联网方面，23年底固网宽带用户达到1.13亿户，全年净增979万，净增规模创十年新高，宽带用户融合渗透率达76%，千兆宽带用户渗透率达22%，同比提升6个百分点。3)23年信息业务收入107亿元，同比增长16.2%，收费用户中个人数智生活达9923万，联通智家业务10296万。

算网数智业务进中向好，为创新转型拓宽增长极。23年算网数智业务（联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用、网信安全）实现收入752亿元，约占两类主营业务收入1/4。其中1)联通云实现收入510亿元，同比增长41.6%；着力发挥算网一体差异化优势，算力资源储备显著增厚，公司云资源销售超过百万核，同比增长186%，云资源覆盖突破230个城市。2)数据服务方面，公司抢抓“数字中国”建设、“数据要素X”三年行动计划等政策机遇，着力强化数据产品和能力供给，赋能经济社会全方位数字化转型，实现收入53亿元，同比增长32%。3)数智应用收入56亿元，同比增长17.5%；4)网信安全收入17亿元，同比增长120%。

网络能力持续增强，着力以科技创新推动产业创新加快发展新质生产力

5G中频基站超过121万站，900M基站达到68万站，移动网络覆盖水平持续提升；5G中频基站新增22万站，4G共享基站超过200万站。通过“5+4+31+X”新型数据中心布局，着力构建绿色集约、安全可靠的算力基础设施；主动应对智算算力需求转型升级，推动“1+N+X”总体智算规划布局，围绕东部智算产业发达区域和西部资源充沛区域推进梯次布局和落地建设。将人工智能作为重要战略方向，加快布局人工智能新兴产业。进一步加快卫星通信统筹布局，积极推动天地一体通信产业化、体系化发展。

持续加大回馈股东，资本开支网络投资显现拐点，24年经营目标积极

经充分考虑公司的良好经营发展，董事会建议派发每股末期股息0.0524元（含税），连同已派发的中期股息全年股息合计每股0.132元，同比增长21.1%，显著高于每股基本盈利11.5%的增长，现金分红水平达到历史新高。随着5G网络覆盖日臻完善，公司投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务，2023年资本开支为739亿元，网络投资显现拐点。展望未来，24年公司有信心继续保持营业收入稳健增长、利润总额双位数增长；24年固定资产投资控制在约650亿元，其中算网数智投资将坚持适度超前、加快布局。

盈利预测与投资建议：公司聚焦联网通信和算网数智两大主业，经营发展稳中有进，基础能力快速补强，特色优势持续放大，创新转型走深走实，为企业长远发展奠定了更为坚实的基础，看好公司未来发展。考虑创新业务盈利能力存在不确定性，预计24-26年公司归母净利润为90.93、100.49、110.75亿元（24-25年原值为94.39/104.74亿元），维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、创新业务进展不及预期、成本增长超预期等

复宏汉霖 (02696): 产品持续放量，加速海外市场开拓

杨松 yangsong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521020001

事件

2024年3月21日复宏汉霖公布2023年年度报告：2023全年实现营业收入53.95亿元(yoy+67.82%)；归母净利润5.46亿元(2022年为-6.95亿元)；依靠核心品种(曲妥珠单抗及斯鲁利单抗)高速放量，公司在2023H1首次实现盈利后全年业绩维持高增长。

核心品种销售高速增长，商业化能力得到认证

2023全年曲妥珠单抗国内实现收入26.4亿元(yoy+56.1%)，海外收入0.93亿元(yoy+162.3%)，保持高速增长；斯鲁利单抗实现收入11.20亿元(yoy+230.2%)增长态势迅猛；贝伐珠单抗实现收入1.19亿元、利妥昔单抗实现收入5.41亿元(销售利润分成+授权收入)、阿达木单抗实现收入0.59亿元(销售利润分成)。

聚焦差异化，在研管线高效推进

(1) 斯鲁利单抗是全球首个获批上市用于治疗一线小细胞肺癌的PD-1单抗，后续1LmCRC及围手术期胃癌适应症同样有望成为全球首个获批上市的免疫疗法。

(2) HLX22(HER2单抗)治疗1LHER2+乳腺癌的临床II期数据优异，2024年ASCOGI公布的临床II期数据显示：HLX22+曲妥珠单抗+化疗在低剂量组表现更好，mPFS尚未达到，且HR值为0.1；安全性方面，低剂量组与安慰剂组在TRAE及严重TRAE的表现相似，体现出良好的安全性，有望改变一线HER2阳性胃癌标准疗法。

(3) 公司引进宜联生物ADC技术平台，HLX42(EGFRADC)、HLX43(PD-L1ADC)等2款潜在FIC/BICADC均显示出良好的潜在疗效，有望为公司长期业绩增长提供动力。

已有成熟出海经验，国际化成果兑现

截止2023年底，曲妥珠单抗已在中国、英国、瑞士、澳大利亚、新加坡、阿根廷、沙特阿拉伯等40多个国家和地区获批上市，成为获批上市国家和地区最多的国产生物类似药；美国BLA已受理，有望成为首个在中美欧三地获批的国产生物类似药。

(1) 生物类似药出海方面：凭借潜在帕妥珠单抗全球首仿地位，2022年与Organon的授权刷新全球生物类似药对外授权的最高记录，帕妥珠单抗+地舒单抗有望在2024年申报BLA。

(2) 创新药出海方面：斯鲁利单抗1LNS-SCLC适应症已经在印尼获批上市，有望于2024年在欧洲获批上市、在美国申报BLA。

盈利预测与投资评级

考虑到：(1)公司2023年业绩表现亮眼，商业化能力得到验证；(2)拥有多款独家适应症的创新潜力管线；(3)出海陆续步入收获期、海外业务成果转化在即，我们预计2024-2026年公司营业收入为60.97亿元、75.22亿元、84.72亿元，归母净利润为6.29亿元、7.95亿元、10.41亿元。维持“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期，集采风险，政策风险，创新药临床试验风险，经营风险

中国移动 (600941): 营收破万亿利润再创历史新高，持续提高股东回报

唐海清 tanghaiqing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517030002

事件：公司发布2023年度业绩，实现营业收入10093亿元，同比增长7.7%，其中主营业务收入达到人民币8635亿元，同比增长6.3%，高于行业平均增幅；实现归母净利润1318亿元，同比增长5.0%，盈利能力继续保持国际一流运营商领先水平；EBITDA为3415亿元，同比增长3.7%。

我们的点评如下：

CHBN全向发力，领先优势不断巩固

23年CHBN全面增长，HBN收入占主营业务收入比达到43.2%，同比提升3.4个百分点。数字化转型收入达到2538亿元，同比增长22.2%，占主营业务收入比提升至29.4%。具体来看：

个人市场：23年收入4902亿元，同比增长0.3%；移动客户9.91亿户，净增1599万户。其中5G套餐客户达7.95亿户，净增1.80亿户。权益融合客户达3.30亿户，净增4276万户；移动云盘月活跃客户达1.90亿户，净增2374万户，客户规模排名业界第二；5G新通话高清视频使用客户达到1.33亿户，净增4132万户，其中AI应用订购客户数超307万；动感地带芒果卡自发行以来5个月销量达到1147万，广受年轻客群青睐。移动ARPU稳健增长，为49.3元，同比增长0.6%。

家庭市场：23年收入1319亿元，同比增长13.1%；家庭宽带客户2.64亿户，净增2012万户，净增规模连续多年领跑行业。千兆家庭宽带客户渗透率为30.0%，较22年底提升14.3个百分点。移动高清客户规模达2.07亿户，智能组网客户同比增长36.7%，家庭安防客户同比增长40.5%，HDICT解决方案服务客户数达2921万户，带动家庭增值

业务收入对家庭市场收入增量贡献达 25.6%。家庭客户综合 ARPU 同比增长 2.4%，达到 43.1 元。

政企市场：23 年收入 1921 亿元，同比增长 14.2%。政企客户数达 2837 万家，净增 517 万家。23 年公开招标市场中标份额达到 14.3%，同比提升 3.0pp，在全行业中排名第一。移动云稳居国内云服务商第一阵营，收入达 833 亿元，同比增长 65.6%，自有能力收入同比增长超 100%。5G 产业数字化赋能领跑业界，全年签约 5G 行业商用实例达 1.5 万个，同比增长 22.4%，5G DICT 项目签约金额达 475 亿元，同比增长 30.1%；5G 专网收入达 54 亿元，同比增长 113.1%，在智慧矿山、智慧工厂、智慧电力、智慧医院、智慧城市、自动驾驶等多个细分行业保持领先。

新兴市场：23 年收入 493 亿元，同比增长 28.2%。国际业务方面，进一步发挥国内国际两个市场联动效应，加强优质产品能力和 5G 解决方案出海，国际业务收入达到人民币 207 亿元，同比增长 24.2%。数字内容收入达 280 亿元，同比增长 31.6%，云游戏全场景月活跃客户达到 1.2 亿户，用户规模行业第一。金融科技方面，通过数据挖掘和场景赋能大力推进产业链金融发展，全年业务规模达到人民币 766 亿元；打造一体化全场景数字消费入口，和包月活跃客户同比增长 51.8%。

坚持精准投资，网络布局升级优化

23 年公司各项资本开支合计约 1803 亿元，5G 网络投资 880 亿元，累计开通 5G 基站超 194 万个；算力投资 391 亿元，通用算力规模达到 8EFLOPS (FP32)，智能算力规模达到 10.1EFLOPS (FP16)。24 年公司预计资本开支合计约 1730 亿元（预计占主营业务比低于 20%），其中 5G 网络资本开支约人民币 690 亿元，算力投资 475 亿元，计划 24 年累计开通 5G 基站 235 万站，通算达 9EFLOPS，智算超过 17EFLOPS。

持续提高分红派息，重视股东回报

董事会建议 23 年全年派息率为 71%，为更好地回馈股东、共享发展成果，公司充分考虑盈利能力、现金流状况及未来发展需要，从 24 年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75% 以上，力争为股东创造更大价值。

盈利预测与投资建议：公司 CHBN 持续良好增长，5G 渗透率不断提升，智慧家庭有效拓展，政企业务中云业务高速增长，领先优势不断巩固，看好公司未来发展。考虑新业务盈利能力不确定性，预计 24-26 年归母净利润为 1426/1531/1643 亿元（24-25 年原值为 1477/1592 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争超预期，费用投入超预期，新业务进展慢于预期等

三维化学 (002469)：收入/利润稳步增长，工程+化工+新材料三轮驱动

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com **SAC 执业证书编号：**S1110520120003

收入利润稳健增长，关注报表质量及高股息投资价值

公司发布 23 年报，2023 年实现营业收入 26.57 亿元，同比+1.82%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比+3.07%，扣非净利润 2.73 亿元，同比+4.71%，其中 Q4 单季度实现营收 6.65 亿元，同比-2.4%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比+6.8%。受益于化工行业景气度回暖，23 年下半年以来公司业绩呈现逐步改善的趋势。此前公司签约北方华锦 13.07 亿元化工工程订单，或于 24-25 年开始逐步贡献可观业绩。此外鲁油鲁炼项目加速推进，我们预计未来或给公司业绩带来新的增长点。23 年公司现金分红总额为 1.9 亿元，占归母净利润比例 69%，对应 3 月 22 日收盘价的股息率为 5.39%。至 23 年末，公司账面现金（货币资金+交易性金融资产+债权投资）共 17.03 亿元，占总市值比重 47%，同时没有短期及长期借款，资产负债率仅 17.84%，财务报表健康，建议关注中长期投资价值。

工程设计业务稳步增长，新材料业务拓展持续推进

分业务看：1) 工程板块：23 年公司工程总承包/工程设计分别实现营收 4.7/1.2 亿元，同比分别-16.3%/+25.6%，毛利率分别为 28.0%/49.6%，同比+6.5/+0.7pct。2) 化工及催化剂：醇醛酸酯类/残液加工/催化剂业务实现营收 13.8/4.4/2.3 亿元，同比分别+3.5%/+11.85%/+12.9%。毛利率为 14.1%/24.7%/26.3%，同比分别+0.7/+0.5/-3.2pct。3) 新材料：23 年公司投资新设“三维新能源”、“三维隆邦”两个子公司，作为醋酸丁酸纤维素及其衍生品、异辛酸等新材料研发及经营平台，23 年醋酸丁酸纤维素已初步实现销售收入 196 万元，后续盈利能力和收入增长仍具备较大提升空间。

盈利能力小幅提升，费用率仍有改善空间

23 年公司综合毛利率为 21.2%，同比+1.67pct，期间费用率为 8.87%，同比+0.89pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.85%/4.06%/4.30%/-0.34%，同比分别+0.2/+0.15/+0.39/+0.14pct，职工薪酬、人工费用等投入有所增加，且营收增速放缓导致费用未能有效摊薄。23 年公司资产及信用减值损失合计 0.1 亿元，综合影响下净利率同比+0.2pct 至 10.9%。23 年公司 CFO 净额为 5.06 亿元，同比少流入 0.05 亿元，收现比同比-2.74pct 至 105.52%，付现比同比-0.43pct 至 92.65%。

关注中长期投资价值，维持“买入”评级

当前公司 PE (TTM) 为 12.8 倍, 2010 年以来的 PE 分位数为 13.8%, 估值处于历史相对低位, 我们维持 24-25 年归母净利润预测 3.2/3.6 亿元, 并新增 26 年归母净利润预测 4.2 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 工程订单结算速度不及预期; 现金分红比例不及预期; 化工行业景气度下滑超预期。

新奥股份 (600803): 国内销售或成为平台交易气驱动引擎, 分红提升彰显投资价值

郭丽丽 guolili@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110520030001

事件:

公司公布 2023 年年报。2023 年公司实现营业收入 1437.5 亿元, 同比减少 6.68%; 实现归母净利润 70.9 亿元, 同比增长 21.3%; 实现归属于上市公司股东核心利润 63.8 亿元, 同比增长 5.12%。公司计划每股派发现金红利 0.91 元(含税)。

平台交易气业务稳健拓展, 期待 2024 年国内业务成为增长驱动引擎。2023 年国际 LNG 现货需求相对疲软, 国际气价回落。在较为波动的价格环境中, 公司平台交易气业务展现出良好的稳健性。气量方面, 2023 年公司平台交易气业务实现销气量 50.5 亿方, 同比增长 44%, 其中国内销气量同比增长 110.3% 至 31.13 亿方; 国际销气量同比减少 4.5% 至 19.37 亿方。平台交易气核心利润同比增长 56.2% 至 34.14 亿元。平台交易气的毛利占比同比提升 4.8pct 至 17.3%。资源获取方面, 公司 2023 年新签国际长协资源 280 万吨, 累计签署国际长协超 1000 万吨/年, 为下游客户的稳定供应打下坚实基础。2024 年随着国际天然气价格逐步回归正常, 有望为公司平台交易气业务国内的发展提供更多的机遇, 期待 2024 年国内销售成为公司平台交易气业务新的利润增长引擎。

零售气业务逐步恢复+顺价工作持续推进, 城燃业务有望迎来恢复拐点。公司 2023 年总零售气量同比降低 3.1% 至 251.4 亿方, 其中工业气量受到电厂下滑的影响同比降低 4.4% 至 194.86 亿方。展望 2024 年, 公司预计国内天然气消费量同比增速约 6-7%, 下游需求将逐步恢复; 同时, 随着各地天然气顺价政策的陆续执行, 公司零售气业务的销气毛差有望逐步修复。

剥离煤炭业务, 公司分红比例进一步提升

公司于 2023 年四季度完成煤矿资产的出售, 进一步聚焦天然气主业。公司承诺将新能矿业出售交易取得的部分净收益进行特别派息, 2023 年-2025 年每股现金分红(含税)分别为: 0.25 元、0.22 元、0.18 元, 同时 2023 年-2025 年分配现金红利每年每股增加额(含税)不低于 0.15 元。2023 年公司计划每股派发现金红利 0.91 元(含税), 同时 24-25 年每股派息将不低于 1.03/1.14 元/股。截至 2024 年 3 月 22 日收盘, 公司 2024 年对应股息率约 5.4%。

盈利预测与估值: 23 年处置煤炭资产导致投资净收益同比增长 70.75 亿, 24 年市场逐步回归常态, 但仍处脆弱平衡, 面临诸多不确定性, 24 年归母净利润或将一定程度承压。我们看好公司平台交易气业务在国内的拓展, 预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 66.8/76.4/84.8 亿元(24/25 年前值为 74.4/89.7 亿), 对应 PE 分别为 8.9/7.8/7x, 维持“买入”评级。

风险提示: 国际气价超预期波动、国内顺价政策进度不及预期、下游需求恢复不及预期、平台交易气业务下游客户拓展不及预期等风险

金徽酒 (603919): 营收符合预期, 结构升级态势延续

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110517010002

业绩: 2023 全年公司实现营业收入 25.48 亿元(同比+26.64%); 实现归母净利润 3.29 亿元(同比+17.35%)。23Q4 公司实现营业收入 5.29 亿元(同比+17.35%); 实现归母净利润 0.56 亿元(同比-15.44%)。我们认为 23 全年公司营收符合预期, 或受益于公司营销转型成果显著+产品结构上行+省内外市场建设提速。

中高档酒放量高增, 产品结构持续上移。100 元以上产品占比 67.43%(同比+3.5%)产品结构上行, 外因: 西北地区旅游/招商引资/工业经济恢复情况好, 居民收入提高/人员流动拉升白酒消费价格, 内因: 公司营销转型成功, BC 联动+大客户运营优化产品结构。具体看, ①100 元以下产品: 公司下沉做市场, 保持稳定增长(营收同比+14.22%); ②100-300 元产品: 受益于 23 年大众消费恢复良好, 营收增速达 30% 以上; ③300 元以上产品: 品牌力+市场双加持, 尤其是华东市场布局以该价位带为主, 增势可观。2023 年 100 元以下/100-300/300 元以上的价格分别为 8.5/17.0/51.4 万元/千升, 分别同比-5.7%/-2.6%/-9.7%, 吨酒价下滑或主因货折力度加大。

省内外齐头并进, 渠道规模持续优化。①市场端, 23 全年省内/省外营收分别为 19.21/5.85 亿元(同比+26.67%/+25.87%); 占比分别同比变动 0.11/-0.11 个百分点至 76.67%/23.33%。省内: 营销转型取得阶段性成功, “一县一策”充分落地实现精准运营, 市占率持续提升; 未来短期聚焦兰州地区/长期聚焦河西地区市占率提升。省外: 占比提升, 省外市场建设再提速, 西北根据地稳步增长, 样板市场差异化打造成效显著(华东、北方市场基数低增长快)。未来将继续大力推进西北一体化, 把华东、北方市场打造为第二增长极, 把互联网公司打造为全国化线上

平台。②渠道方面，23 年全年公司经销商规模同比增长 128 个至 864 个，平均经销商规模同比变动 7.75% 至 290.04 万元/家，具体来看省内/外经销商规模分别同比变动 32/96 个至 272/592 家，平均经销商规模分别变动 11.77%/5.46% 至 706.35/98.76 万元/家。省内外经销商“量质齐升”。

费用投放加大，利润端厚积薄发。23 年全年公司毛利率/净利率较上年同期变动 -0.35/-1.22 个百分点至 62.44%/12.66%；23Q4 公司毛利率/净利率较上年同期变动 -5.06/-4.42 个百分点至 58.42%/10.16%。受费用加大投放影响，23 年净利率略有下降：23 年全年公司销售费用率同比变动 0.13 个百分点至 21.02%，或因品牌宣传投入加大/新市场开拓进程中费用先行投放/团队扩张开支增加/反向扫码红包内卷等。23Q4 合同负债同比/环比变动 0.65/1.44 亿元至 5.75 亿元，23 年全年公司经营性现金流为 4.50 亿（同比 41.01%），预收蓄水池充足，后续释放利润底气足。盈利预测：公司 23 年持续发力、内外兼修，产品结构升级并聚焦品牌建设，巩固西北市场并积极开拓华东/北方/互联网市场，实现营收利润双位数增长，随着前期投入逐步完善，看好公司未来利润释放。结合公司费用投放策略，我们适度下调盈利预测，预计公司 24-25 年归母净利润 4.3/5.5 亿元（前值 4.8/6.3 亿元），新增 26 年预测值 7.4 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；行业竞争加剧；动销不及预期

博俊科技（300926）：冲压行业新秀，绑定龙头客户迎高速增长

孙潇雅 sunxiaoya@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520080009

冲压行业新秀，产品从小件往总成件延伸，客户从 tier1 向主机厂拓展

公司深耕冲压行业，产品包含转向、门框、动力、天窗系统等零部件以及上/下车身、仪表台骨架等总成类车身结构件。客户方面，公司 20-21 年第一大客户为蒂森克虏伯，22 年第一大客户为吉利，23H1 第一大客户为理想。产品与客户的双维度拓展驱动公司业绩快速增长，根据公司 23 年业绩预告，归母净利润中值为 3.07 亿元，YOY+108%，20-23 年 CAGR 为 66%，同时盈利能力较为稳定，历史年度净利率在 10% 以上，毛利率在 24% 以上。

冲压市场格局分散，客户结构好的供应商份额有望提升

传统冲焊件的单车价值量上万元，包括车身覆盖件、车身结构件以及电池、座椅、底盘等系统零部件。行业竞争格局分散，出于降低运输成本、缩短供货周期、提高协同能力的目的，就近配套特征明显。在新能源车型开发周期缩短、自主及新势力崛起背景下，建厂/服务响应速度快、成本优势明显、具备集成化供货能力的国产冲压厂商迎来机遇，客户结构好的供应商市场份额伴随下游客户销量份额增长持续提升。

公司绑定头部主机厂客户、拓展总成类产品带来量价齐升

量的维度：公司近年来持续拓展主机厂客户。20 年前五大客户均为 tier1，至 22-23H1 前五大客户中主机厂占据主要席位，包括理想、吉利、比亚迪、问界等。理想、问界、吉利、比亚迪等主机厂过去两年销量增长显著，拉动公司相关配套量快速增长。

价的维度：公司积极布局白车身业务，带来 ASP 的提升。公司从 2018 年起积极拓展了车身模块化业务，结合汽车行业轻量化发展趋势，相继成功开发了侧围，后侧围内板等模块化产品，拓展白车身业务带来量价齐升。

一体压铸：公司积极储备一体压铸相关技术，已购入 5 台 3500-9000T 大型压铸机，成都和常州博俊二期的产线预计分别于 2024 年 4 月和 2024Q4 投产，有望凭借现有客户合作关系获取更多相关定点，带来新的增长曲线。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润有望达 3/4.3/6.0 亿元，对应当前 PE 为 24/17/12X，PEG 为 0.41/0.29/0.20X。公司作为国内冲压行业重要公司，有望受益于冲压行业的发展，公司积极布局一体化压铸技术，顺应市场潮流，推动降本增效，在未来业绩有望进一步增长，参考可比公司 PEG，给予公司 2024 年 0.4 倍的 PEG，对应目标价为 36.71 元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险，客户相对集中的风险，产品价格波动的风险，技术风险，文中所提的业绩快报数据仅为初步核算结果，具体数据以正式发布的 23 年年报为准，文中测算具有一定主观性，仅供参考。

盛通股份（002599）：深耕科学教育，期待乐博运营改善

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

科技+教育未来大有可为

现如今人工智能、机器人、大数据等领域已经成为国家战略、产业竞争的重点，也是推动科技创新、经济转型的重要力量；中国机器人市场更是呈现出蒸蒸日上的势头。

教育企业作为生产力的承载体，是市场主体，同样承担着人才培养的责任。长期以来，盛通教育集团将前沿科技赋能科技教育，以机器人+编程为抓手，将智能化教育教学资源惠及广大学员的同时，也将打开市场新增长极。

乐博 23Q3 起扭亏为盈，2024 有望继续改善

2023 年以来行业环境改善，公司推动门店合规升级和调整优化，对过去三年经营进行修复，效果较好；去年三季度

已扭亏为盈，预计 2024 年会有更明显改善。乐博有望恢复到之前水平，且未来有持续健康增长空间，具体来看：

(1) 门店数量：2022 年起对门店进行优化，2023 年进一步调整，加强门店集中度，提高优质度，确保盈利性（截至 2024 年 2 月，乐博直营店 137 家，加盟店 550 家左右）；(2) 房租：经过与房东沟通谈判，房租得到优化；(3) 人员：2023 年进行提效改革，24 年员工比 23 年同期精简 200-300 人，但业务体量没有下降，成效明显；(4) 学员数量：目前乐博单门店学员数 240-250 人，活跃度 80%-90%，未来会重点拉动学员人数增长；(5) 客单价：每年保持递增，全国平均涨幅 10%-20%。

平均单店达到 200-220 名孩子就能实现盈亏平衡，公司学员数量保持在盈亏平衡线之上；即使不增加门店，每家店还有 150-200 名学生的容量，未来增长空间充足。随着市场环境变化、门店饱和度和盈利能力的提升，公司也会选择合适的城市进一步推动直营门店的合理扩张，保持规模和盈利能力的合理增长。

探索 AI 自习室，寻找业务新增量

乐博利用前沿人工智能技术结合教育大数据训练出的一款 AI 类教育硬件产品，乐博乐博采购后提供给用户，根据用户实际情况，制定计划，帮助孩子提升自我学习能力。目前的招生来自于乐博人工智能在读学员的转化以及市场招生。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司在教育行业深耕已久，2016 年收购编程品牌乐博乐博，后续陆续投资并购了中鸣机器人、VIPCODE、创想童年等，并搭建盛通教育研究院，科技教育逐渐成为公司的第二增长曲线。

公司响应国家政策，在科技教育方面积极布局，课程不断升级更新，目前与中国儿童中心等机构达成合作，把课程输出到少年宫等公办校外教育机构，未来会有进一步增长。经过多年发展，公司已成为科技教育头部企业，形成从硬件生产到课程设计到提供服务的完整科技教育生态，后续会进一步做大科技教育生态。

我们预计公司归母净利分别为 1.31/2.21/2.51 亿元，EPS 分别为 0.06/0.19/0.23 元/股，对应 PE 分别为 126/38/32X。

风险提示：原材料价格波动风险；经营预期不达标风险；经济周期变化风险；市场需求变化风险等。

伊之密 (300415)：注塑机基本盘稳固，一体化压铸打开成长空间

朱晔 zhuye@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110522080001

伊之密：先进模压成型装备系统服务商，注塑+压铸双轮驱动

公司专注于高分子材料及金属模压成型设备，注塑机和压铸机位居行业前列，已成为中国较具规模、竞争力和发展潜力的大型装备综合服务商。公司营收和净利润高速增长，2013-2022 年营收和归母净利润 CAGR 分别达 15.03%、19.97%，毛利率长期维持 30%以上；公司注塑机、压铸机业务占比分别约为 70%、20%。

注塑机：塑料行业进入稳定阶段，周期复苏背景下注塑机强势领跑

塑料机械三分天下，注塑机占比 40%，下游应用广阔。注塑机市场规模不断扩大，GrandViewResearch 预测全球市场规模 2028 年达 1414 亿元，2020-28 年 CAGR 达 4.5%；除 2020 年外，近年来我国注塑机市场规模年增速约为 3%，2021 年为 262 亿元。我国注塑机基本实现国产替代，呈现“一超多强”格局，海天国际占 40%以上份额；相较同行，伊之密注塑机业务具高增速、高毛利，市占率持续提升。

压铸机：一体式压铸优势全面，超大型压铸机有望乘风而起

压铸机下游应用主要集中于汽车行业，占比超 60%。新能源车用铝量持续提升；铝合金焊接难度较大，带动工艺端压铸工艺推广。一体化铝合金压铸部件具轻量、提效、降本多种优势，头部车企领先推进，二三梯队车企快速跟进，一体化压铸有望替代传统冲压焊接工艺，引领汽车产业进入新制造模式。一体化压铸件需配套 6000T 以上超大型压铸机，目前仅有四家企业能够生产。压铸机行业一超多强，力劲科技占比近半，我们认为当前一体化压铸处于导入期，超大型压铸机 ASP 较大，头部企业集中度有望提升。伊之密压铸机具完善种类，最高锁模力达 9000T，超大型压铸机已实现交付。

深厚经验+全周期服务赋能优质产品，优秀设备企业具较强 α

综合对比其他模压成型上市公司，公司成长性、盈利性居行业前列，优于行业整体表现。公司深耕多年，有深厚案例积累，非标需求解决能力出色；主要采用直销模式，打造 YFO 全球化服务战略，响应能力强，持续赋能客户。

盈利预测与估值：首次覆盖给予“买入”评级

伊之密 2023-2025 年归母净利润为 4.84、6.24、7.60 亿元。所选取的可比公司 2024 年 PE 平均为 17.9 倍，考虑到伊之密注塑+压铸双轮驱动，注塑机业务夯实长期增长基础，一体化压铸打开成长空间，近十年来具备较为稳定且高于行业平均水平的增长速度和盈利能力。给予伊之密 2024 年 PE18 倍，目标市值 112 亿元，目标价为 23.97 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：注塑机行业竞争格局恶化；一体化压铸下游需求不及预期；新系列注塑机和大型压铸机研发进度不及预期；周期复苏进度不及预期；环保政策的影响；文中假设及盈利预测具有主观性；选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险

万达电影 (002739): 院线主业受益于大盘复苏, 管理层变更或为内容及游戏业务提供向上空间

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521020002

管理层变更完成, 静待后续整合效果。3月, 万达电影 (002739) 完成工商变更, 陈曦女士为公司董事长和总裁, 杨海先生为公司监事会主席, 儒意系正式接管万达电影。陈曦毕业于中央戏剧学院, 2021 年起担任中国儒意控股有限公司执行董事, 担任制片人的电影作品累计票房已突破百亿。根据万达 2023 年业绩预告, 预计实现归母净利润 9-12 亿元, 2022 年同期亏损 19.23 亿元; 扣非净利润 7-10 亿元, 2022 年同期亏损约 20.8 亿元, 实现大幅扭亏为盈。我们看好万达电影在主业稳健 (大盘增长, 市占率有稳步提升逻辑) 的基础上, 与儒意在内容端整合显成效。24 年电影大盘复苏可能性高, 院线龙头有望持续受益

截止 3 月 18 日, 2024 年全年票房达 155.63 亿元, 接近 2023 年 Q1 的 158.57 亿元。3 月受《周处除三害》(累计票房 5.33 亿元)、《沙丘 2》(累计票房 2.69 亿元) 等优质影片催化, 传统淡季贡献亮眼票房表现。春节档电影票房达 80.51 亿元, 打破历史纪录, 同比增长 19.0%; 总观影人次 1.63 亿, 同比增长 26.4%, 主要系观影需求提升。展望全年, 目前已有多部影片定档, 包括《功夫熊猫 4》、《哥斯拉大战金刚 2: 帝国崛起》、《你想活出怎样的人生》(宫崎骏新作)、《排球少年! 垃圾场决战》(人气日漫, 确认引进) 等, 内容供给数量充足, 整体质量较高, 电影市场有望持续恢复。我们预计 2024 年全年大盘票房约 580-613 亿元, 公司作为院线龙头有望继续受益于院线集中化的行业趋势。

后续影片储备丰富, 看好内容端进一步强化

2024 年, 公司内容业务有望持续强化。万达电影原有片单充足, 儒意影业内内容协同贡献业绩增量, 资深制片人掌舵助力公司优质内容出品发行。万达电影后续储备项目包括《维和防暴队》(王一博主演)、《转念花开》(贾玲导演)、《误杀 3》、《寻她》等, 优质项目储备丰富。儒意储备项目包括《白蛇浮生》(追光动画, 定档七夕)、《西游记真假美猴王》、主旋律电影《援军明日到达》等。陈曦作为资深制片人, 曾参与《泰囧》的制作, 投资出品的作品包括《你好, 李焕英》《唐人街探案》等。2023 年, 万达主投主控影片《三大队》累计票房约 7 亿元, 同时联合出品多部高质量院线电影。我们看好后续儒意与万达电影在影视产业上下游积累优势形成较好的协同效应。

IP 游戏打开海外市场, 与儒意游戏业务协同打开向上空间

根据 dataai 数据, 24 年 2 月万达院线游戏进入中国游戏厂商及应用出海收入 TOP30, “重塑经典 IP” 战略见成效。我们看好万达后续与儒意旗下景秀游戏的协同效应。2023 年 2 月 22 日, 景秀游戏与腾讯订立游戏合作框架协议, 联手打造的手游《世界启元》于 24 年 3 月 1 日全平台开启预约, 并将于 24 年 6 月 15 日正式上线。我们看好公司继续发挥精品内容储备优势, 与儒意资源协同下进一步扩展海外代理发行及 IP 合作项目实现多元变现。

投资建议: 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 147.49/170.07/176.14 亿元, 同比增速分别为 52%/15%/4%, 归母净利润分别为 11.90/15.42/17.73 亿元, 23-25 年 PE 分别为 29/22/19 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 电影市场恢复进度不达预期, 电影项目票房不达预期, 影视项目推进延期, 经营业绩波动下现金流风险, 测算主观性风险, 文中所谓的业绩快报数据仅为初步核算结果, 具体数据以正式发布的 23 年年报为准。

保隆科技 (603197): 再获新能源龙头空悬订单, 新兴业务加速放量

邵将 shaojiang@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110523110005

再获新能源龙头 6.4 亿空悬订单, 新兴业务加速放量

2024 年 3 月 21 日, 公司公告近日收到国内某新能源汽车头部品牌主机厂全新项目的空气悬架系统前后空气弹簧的定点。根据客户规划, 该项目生命周期为 4 年, 生命周期总金额超过人民币 6.4 亿元, 预计 2025 年 10 月开始量产。我们认为该定点充分彰显公司乘用车空气悬架竞争力, 有望助力公司新业务加速放量。公司是国内较早布局空气弹簧、电控减振器、储气罐等产品并已实现产品量产落地的企业之一。公司 2012 年开始研制空气弹簧, 2016 年开发电控减振器, 2018 年进行 ECAS (电控空气悬架系统) 系统集成, 2021 年实现空气弹簧减振器总成量产, 2022 年量产下线储气罐产品。目前公司已形成覆盖空气弹簧、电控减振器、控制系统、储气罐、高度传感器、车身加速度传感器等多个产品的核心技术体系, 产品获得客户的高度认可。据公司可转债募集说明书, 23H1 公司乘用车空悬产能达 30 万只, 销量达 21.67 万只, 较 22H1 大幅增长 (22 年全年公司乘用车空悬产品销量达 14.99 万只)。我们认为随着订单的落地, 公司空悬业务进入快速放量阶段。

传感器+空悬双轮驱动公司第二成长曲线, 股权激励促进公司长期发展

1) 传统业务: 公司 TPMS、排气系统管件、气门嘴产品已具备较强的市场竞争力, 全球市场占有率较高, 三大产品是公司主营业务收入和主营业务利润的主要来源。2) 传感器+空悬: 汽车智能化业务 (传感器、ADAS、空气悬架)、汽车轻量化结构件业务是公司业务的重要发展方向。公司于 12 年开始研发光雨量传感器, 22 年收购龙感科技后, 进一步丰富传感器产品矩阵; 12 年开始研制空气弹簧, 2016 年开发电控减振器, 空气悬架产品快速发展, 是国内较早实现空气悬架量产的少数企业之一。2020 年至 2022 年, 公司前五大客户较为稳定。2023 年 1-6 月, 理想汽车成为公司第一大客户, 理想汽车向公司采购的主要为空气悬架、传感器和 TPMS 等相关产品。我们认为伴随着空悬+传感器等新产品加速放量, 有望助力公司持续打开第二成长曲线。公司 2023 年限制性股票与股票期权激励涉及

483人，拟授予权益1071.30万股，约占总股本5.13%。业绩考核为：2023年净利润同比2022年增长超过50%且营收同比2022年增长超过20%，公司解除50%限售；2024年净利润同比2022年增长超过100%且营收同比2022年增长超过60%时，公司解除另外50%限售，彰显公司长期发展信心。

投资建议：公司客户及新兴业务持续放量，我们坚定看好公司中长期的发展。考虑到公司大客户销量具备不确定风险以及股权激励费用，我们预计公司2023-2025年归母净利润为3.99、5.10、6.96亿元（此前预计公司2023-2025年归母净利润为4.24、5.79、8.82亿元），对应当前股价PE分别为26、20、15倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内整车消费需求不及预期、海外需求复苏不及预期、空悬和传感器业务增速不及预期等。

中国神华（601088）：重视股东回报，提高分红比例

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110517120003

业绩小幅度调整，提高分红比例体现公司对股东回报重视程度较高

根据公司披露，2023年全年归母净利润为596.94亿元，同比-14.3%；加权平均ROE达到14.88%，同比减少3.2个百分点；2023年公司营业收入为3430.74亿元，同比-0.4%；扣非归母净利润为628.68亿元，同比-10.6%；经营性现金流净额为896.87亿元，同比-18.3%。

公司此前公告2022-2024年股利支付率不低于60%，2023年全年归母净利润为596.94亿元，拟派发449.03亿元现金红利（含税），股利支付率达到了75.2%，股利支付率同比增加2.4个百分点，并超过之前的分红规划。

煤炭板块经营数据、开采成本均较优异

2023年全年煤炭板块销售收入达2628.68亿元，同比-2.3%。其中自产煤达到1782.42亿元，同比-5.6%，外购煤达到846.26亿元，同比+5.5%。全年商品煤产量3.245亿吨，同比+3.5%；商品煤销量4.5亿吨，同比+7.7%。其中自产煤销售量达到3.254亿吨，同比+2.9%，外购煤销售量达到1.246亿吨，同比+22.6%。

煤炭板块国内销售单吨价格为581元/吨，同比-8.9%，公司销售价格下跌幅度小于煤价下跌幅度，我们认为是公司年度长协占比比较高所致。自产煤单吨成本179元/吨，同比+1.5%，较为稳定。自产煤全年单吨毛利为404.7元/吨，同比减少16元/吨。

电力业务充分发挥煤电一体化优势

发电板块方面，2023年全年售电收入达856.16亿元，同比+9.8%，售电成本达725亿元，同比+5.9%。其中，燃煤发电售电收入达832.52亿元，同比+10%，售电成本为705.36亿元，同比+6.6%。公司在2023年耗用本集团的煤炭为7320万吨，同比+10.9%，充分发挥集团煤电一体化运营优势，从而保障电厂燃煤供应。

全年总发电量2122.6亿千瓦时，同比+11%；总售电量为1997.5亿千瓦时，同比+11.1%。2023年公司电力板块平均售电价格为0.414元/千瓦时，同比-0.004元/千瓦时。度电成本为0.363元，同比-0.019元/千瓦时，主要原因是煤炭采购价格有所下滑。度电毛利为0.051元，同比+0.014元/千瓦时。

盈利预测与估值：我们维持2024-2025年归母净利润为预测631/641亿元，现新增2026年归母净利润预测643亿元，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭供给超预期增长；煤炭进口量超预期增长；煤化工产能超预期增长；经济增长不及预期；水电发力超预期；计提资产减值风险

嘉必优（688089）：基本面企稳趋势向好，合成生物技术携HMO新品蓄势待发

吴立 wuli1@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110517010002

事件：公司发布2023年度业绩快报，经初步核算，23年公司实现总营收4.45亿元，同比增2.78%，归母净利润0.92亿元，同比增42.17%。

净利润连续四个季度增长，基本面于23年已企稳，整体趋势有望向好

根据公司业绩快报，从营收来看，公司2023年受益于婴配粉新国标落地实施，公司ARA和DHA产品受益市场需求的增长；从业绩来看，公司23Q4预计实现归母净利润0.31亿元，同比增330.54%，主要由于22Q4公司对参股公司法玛科相关长期股权投资、应收账款及预付账款计提减值准备。自22Q4至今，得益于股份支付费用冲回、以及收入增加带来的毛利增加等因素综合影响，公司归母净利润已连续四个季度环比增长，23Q2/Q3/Q4分别为43.56%/24.48%/21.66%。我们认为，2024年，随着公司新粉剂产能的转产推进、以及公司海外市场的稳步开拓，公司整体业绩有望进一步向好发展。

合成生物技术布局持续推进，主要产品HMO已进入卫健委审批阶段

在布局上，截至24年3月数据，公司已经建立了八大技术平台，包括生物信息与生物计算平台、基因合成与基因编辑平台、细胞工厂铸造平台、智能发酵及代谢精细调控平台、高效智能分离精制平台、产品应用技术开发平台、高通量分析测试平台及生物技术成果中试转化平台。公司与武汉产业创新发展研究院等多方资源打造的武汉合成生物创新中心项目主体建设工程于23年11月已全面封顶，该中心将作为整个华中地区合成生物学产业龙头，搭建合成生物学国家级孵化器、为产业提供创新平台。

在产品上，截至 23 年 12 月数据，公司 HMO (母乳低聚糖) 产品于 23Q1 提交，已通过农业部生物安全审查，目前正在卫健委进行食品安全认证；同时，公司 HMO 产能布局也在有序开展，公司预计 24 年上半年完成建设。具体到品种，公司储备的品种包括 2' -FL、3' -SL、6' -SL、LNnT 等多个品种，其中，2' -FL 已完成中试，是公司推进产业化进程的主打产品。

盈利预测&投资建议：根据公司 2023 年度业绩快报，我们下调盈利预测，预计 2023-25 年，公司实现营收 4.45/5.62/7.57 亿元 (24-25 年前值：6.06/8.67 亿元)，同比增长 2.78%/26.23%/34.6%；归母净利润 0.92/1.17/1.53 亿元 (24-25 年前值：1.95/3.16 亿元)，同比增长 42.17%/27.9%/30.29%，截至 24 年 3 月 22 日股价对应 23-25 年 PE27/21/16x。我们看好公司基本面现已企稳，以及未来在合成生物技术上的发展，维持“买入”评级。

风险提示：快报所载数据为未经审计的初步核算数据，具体数据以公司年度报告所披露数据为准；合成生物产品 HMO 审批进展不达预期；新产品市场需求释放不达预期；海外市场拓展不达预期。

太平鸟 (603877)：品牌矩阵整合出新

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

23Q4 收入同增 8.0%；归母同增 560%

23Q4 收入 25.69 亿元，同增 8.0%；归母净利 2.12 亿元，同增 560%；扣非归母 1.53 亿元，扭亏为赢。

23 年收入 77.9 亿，同减 9.4%，系公司零售额减少所致。归母净利 4.22 亿，同增 127.1%；扣非归母 2.89 亿元，同增 1175.9%，扣非归母显著回升，经营质量逐渐改善。其中，非经常性损益 1.33 亿元。

分品牌，Peacebird 女装收入 28.81 亿，同减 12.0%，毛利率 56.7%；Peacebird 男装收入 30.44 亿，同增 4.2%，毛利率 56.5%；LEDiN 乐町收入 7.57 亿，同减 24.5%，毛利率 44.4%；MiniPeace 童装收入 9.60 亿，同减 12.5%，毛利率 55.5%。

分渠道，直营 32.7 亿，占 42%，加盟 23.6 亿占 31%，线上 20.9 亿占 27%。

虽然 2023 零售额有所下滑，但是零售折率同比增长较大，2023 年毛利率 54.1%，同增 5.9pct；净利率 5.4%，同增 3.3pct，持续推进降本增效

公司 23 年期间费率 46%，同减 0.26pct；具体来看，23 年销售/管理/研发/财务费率分别为 36.0% (yoY-0.8pct)、6.9% (yoY-0.4pct)、2.5% (yoY+1.1pct)、0.7% (yoY-0.1pct)，销售费用下降主要受门店数量及营收减少等影响，直营薪酬、租赁装修费、广告宣传费等同比减少所致；管理费用减少主要系职工薪酬及股权激励费用同比减少所致；研发费用增加主要系职工薪酬及设计费支出增加所致；财务费用减少主要系银行利息收入增加、租赁负债利息及手续费支出减少所致。

新品库存优化，老品库存得到改善

公司库存商品原值 15.9 亿元，同减 27.8%。公司持续推进库存管理，一方面加强商品产销计划性管控，新品库存得到优化；另一方面，强化过季老品的消化处理专项机制，老品库存得到改善。

公司精益运营，大力调整低效门店，全年净闭 940 家，渠道结构持续优化

公司改变过往渠道规模增长策略，更加聚焦门店经营质量提升和盈利能力改善，大力关闭低效门店，经营重点转向提升终端品牌形象和门店坪效。同时更加清晰渠道的价值定位和经营拓展重点区域，为公司未来高质量增长调整好渠道结构和明确渠道战略方向。截至 23 年末，公司线下门店数量为 3731 家，其中直营店 1175 家；加盟店 2556 家。

数据驱动商品供应全链路改革，提升经营效率

在设计端，公司将多个运营平台数据智能分析，捕捉流行趋势和消费者需求，提高商品设计的精准度；在生产端，引入人工智能预估货品需求，持续精进柔性生产供应体系，快速生产出时尚好商品；在营销端，通过数据支持促进商品在店铺快速、高效流通，线上大数据支持推进高品质、精准营销。公司有序推进商品设计研发和供应链联动的快反机制，向消费者提供具有领先时尚和领先品质的商品，同时拉升货品存货周转，提升经营效率。

全面拥抱新零售，打造极致购物体验

公司线下发力购物中心、百货商场等渠道，全面提升体验感，营造更开放的顾客互动氛围，将门店打造为一个个顾客社区。线上推进传统电商业务占比提升，同时积极推进小程序、网红直播等社交零售新渠道，为顾客提供更加丰富多元的购物选择；在抖音、小红书、B 站等当代青年人偏爱的新流量平台上，创建新奇有趣的互动内容，精准营销不同的圈层人群。

展望 2024，公司计划升级品牌形象、转变开发模式、持续优化渠道结构

展望 2024 年，公司坚持“高质量发展”经营方针，持续强化以消费者为中心的经营理念，深化业务变革。

品牌端，1)升级终端形象：首家新一代太平鸟旗舰店即将正式亮相，推动店务形象全面升级；2)拉通风格系列：男女风格系列及视觉形象拉通，乐町和童装风格升级；3)引爆品牌张力：重点铺排 S 级整合营销战役与全新 VI 视觉营销。

产品端，公司计划大力转变开发模式，聚焦核心品类，打造核心热门款：1)核心品类突破：IPD 深化应用，扩大核心品类覆盖，乐町和童装逐步加入流程；2)开发模式转型：PLM 系统全面上线，打通集成供应链 SCM 系统；3)激发组织活力：以奋斗为本，赛马与激励机制激发设计开发团队活力。

零售端，公司计划持续优化渠道结构，提升运营效率，实现业务高质量增长：1)直营聚焦核心城市：聚焦核心城市，深耕核心区域发展，运营能力持续提升；2)拓展规模型加盟商：加速拓展提质增效，优化加盟开闭店标准和流程；3)电商夯实江湖地位：多平台协同发展，加大布局垂类店铺。

渠道端，公司推动供应链转型升级，进一步提升供应链保期、保质、快反能力：1)结构优化：引入战略型供应商，构建品类供应商池，优化供应链产能布局；2)快反突破：完善备料机制，快速响应市场需求，提升追单快反能力；

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司多品牌组合有效覆盖中国年轻时尚消费群体，聚焦打造高顾客口碑，增强品牌粘性，不断满足年轻消费者对时尚的需求。23 年，公司强化太平鸟品牌的统一化管理，严格管控新品折扣，规范老品消化渠道，主动优化调整低效门店，根据公司 23 年业绩，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年收入 87.68/98.22/110.32 亿元 (24-25 年前值分别为 86.29/96.91 亿元)，归母净利分别为 6.19/7.65/8.01 亿元 (24-25 年前值分别为 6.05/7.37 亿元)，EPS 分别为 1.31/1.61/1.69 元/股，对应 PE 分别为 13/10/10X。

风险提示：品牌运营风险及对策风险；未能准确把握市场流行趋势变化的风险；宏观经济波动风险；加盟商模式风险；存货管理、跌价风险等。

索菲亚 (002572)：23 年业绩稳健，整家战略驱动成长

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

事件：公司发布 2023 年度业绩快报

23 年实现收入 116.7 亿，同增 4.0%；归母净利润 12.6 亿，同增 17.9%；扣非归母净利润 11.5 亿，同增 22.5%；

23Q4 实现收入 34.7 亿，同增 5.4%；归母净利润 3.0 亿，同增 16.1%；扣非归母净利润 2.4 亿，同增 29.8%。

公司整家战略渗透助推各品牌客单价提升，新渠道持续发力，整装渠道、米兰纳品牌保持高增，23 年营业收入稳步增长。

24 年多品牌、全渠道、全品类战略稳步推进

分品牌来看：1)索菲亚：延续整家套餐营销策略，促进全品类融合；整装渠道经销+直营模式并行，赋能经销商及装企，强化全品类布局；

2)米兰纳：保持快速开店的模式，加快覆盖下沉市场；将橱柜和家具家品融合至整家套餐；

3)司米：目前经销体系调整基本告一段落，24 年进行终端门店布局，紧抓设计师渠道和装企渠道的建设；

4)华鹤：加快终端招商、建店进度，拓展设计师渠道和装企渠道。

分渠道来看：公司通过整家策略提升客单值；整装渠道经销+直营并进，赋能经销商及装企，加大橱柜布局力度；工程渠道持续优化客户结构，加大海外市场拓展。

降本增效成效显现，23 年盈利能力逆势提升

23 年受益于原材料价格下降，且降本增效成果显著，板材利用率、人效提升，公司毛利率同比改善，归母净利率为 10.8%，同增 1.3pct，24 年净利率有望进一步提升。

调整盈利预测，维持“买入”评级

此前公司发布员工持股计划拟激发员工积极性，有望逆势提升市场份额。根据 2023 年度业绩快报，以及考虑地产后周期家装需求复苏节奏，调整 24-25 营业收入及利润预测，预计 24-25 年归母净利分别为 13.6/15.7 亿元 (前值分别为 14.4/16.7 亿元)，EPS 分别为 1.41/1.63 元/股，对应 PE 分别为 11/10X。

风险提示：需求复苏不及预期，原材料价格波动风险，市场竞争加剧风险，业绩快报仅为初步测算结果，具体财务数据以公司正式发布的 2023 年年报为准。

安琪酵母 (600298)：23Q4 主业承压，静待后续改善

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

事件：2023 年公司收入/归母净利润分别为 135.81/12.70 亿元 (同比+5.74%/-3.86%)；23Q4 公司收入/归母净利润分别为 39.28/3.58 亿元 (同比+1.76%/-15.48%)。

酵母业务稳健增长，其他业务快速增长。23Q4 公司酵母及深加工/制糖/包装类产品/其他收入 26.01/6.18/1.02/5.74 亿元 (同比-1.79%/-20.56%/-14.97%/+71.69%)，收入占比分别同比变动-1.47%/-4.18%/-0.47%/+6.12 个百分点至 66.78%/15.88%/2.61%/14.73%。全年看烘焙面食、YE 食品、生物饲料、植保、酿造与生物能源、酶制剂等业务均保持了增长态势；微生物营养、营养健康、包装及材料等业务因行业环境变化，消费疲软等因素导致业务下滑。2023

年酵母及深加工/制糖/包装类产品销量同比+10.37%/-36.96%/+0.75%至 34.85/8.25/3.36 万吨，吨价同比-4.52%/+53.62%/-12.53%至 2.73/2.07/1.25 万吨。

国外业务保持高增速，经销商数量快速增长。23Q4 公司国内/国外收入分别为 26.05/12.89 亿元（同比-9.17%/+27.38%），收入占比分别同比变动-7.02/+7.02 个百分点至 66.89%/33.11%。海外推进渠道下沉和二次开发，大力开发新经销商和大用户，国际业务继续保持高增速；同时公司 GDR 发行获瑞交所附有条件批准。23Q4 线下/线上收入分别为 27.61/11.33 亿元（同比+8.95%/-15.78%），收入占比分别同比变动+5.58/-5.58 个百分点至 70.90%/29.10%。23Q4 末经销商同比增加 528 家至 22353 家，其中国内/国外分别同比增加 380/148 家至 16986/5367 家，平均经销商收入分别同比变动-11.20%/+23.87% 至 15.34/24.02 万元/家。经销商数量保持快速增长，平均收入略有下滑。

利润率有所下降，费用率相对平稳。23Q4 公司毛利率/净利率分别同比变动-0.91/-1.98 个百分点至 23.02%/9.22%；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+0.12/+0.89/-1.11 个百分点至 4.98%/3.00%/0.21%。

投资建议：我们看好公司作为龙头竞争力的持续提升，以及酵母市场长期潜力的开启。24 年公司收入目标 15.4%，归母净利润目标 7.8%。预计 24-26 年公司收入分别为 156.2/175.6/197.6 亿元，同比增长 15.0%/12.4%/12.5%，归母净利润分别为 13.5/14.6/15.8 亿元，同比增长 6.3%/8.1%/8.4%，对应 PE 分别为 19X/17X/16X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、消费复苏不及预期、成本持续上涨风险；国内外动销不及预期。

361 度 (01361): 23 年增速靓丽，电商高增，儿童表现亮眼

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

公司披露 2023 业绩

23 年营业收入 84.23 亿元人民币，同比增长 21.01%，23 年归母净利润 9.61 亿元人民币，同比增长 28.68%。

分品类，鞋类收入同比增长 23%，服装收入同比增长 10%，配饰收入同比增长 43%，童装收入同比增长 36%，其他收入同比增长 8%。

分渠道，23 年 Q1、Q2 主品牌线下终端零售流水同比增长达到低双位数，Q3 同比增长约为 15%，Q4 同比增长超过 20%。23 年电商销售线上专供品同比增长 38.0%。

渠道升级门店形象优化

深耕电商等新零售渠道的同时，亦有效推进线下渠道建设，稳步提升门店数量及平均规模。23 年在中国拥有 5,734 个门店，比 22 年底净增加 254 个；其中，商超百货渠道占比不断增加，九代门店占比提升迅速，终端零售经营质效不断优化。得益于线上线下全渠道发力，终端零售表现良好，各大节庆销售成绩斐然，整体经营显现良性攀升态势。

电商业务高速增长，儿童品牌持续强劲增长

23 年线上专供品录得收益占公司年内总收益的约 27.6%，收益额同比增长 38.0%。基于对消费习惯的深入洞察，强化品牌电商渠道建设，推进品牌数字化升级，361° 线上渠道销售呈现持续高速增长态势。在产品上，坚定推出线上专供品与线下产品形成区隔，基于大数据对于市场喜好的分析，进行精准的线上专供品开发，满足各类型消费者，促进线上线下渠道互补与赋能。

23 年 361° 儿童品牌占公司年内总收益约 23.2%，收益额同增 35.7%，增长是由于 361° 儿童专业运动套装的定位精准适配市场需求、产品科技升级、产品种类多样化。服装及鞋类产品销量同增 31.0% 及平均批发售价同增 3.7%。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司持续以专业运动为基、运动潮流为辅，促进业务蓬勃发展；以「专业化、年轻化、国际化」的品牌定位为指引，坚持「专业运动」与「运动潮流」双驱动发展策略，扩充高质量品牌资源，高效利用资源价值。后疫情时代消费需求变迁，公司专注完善优化多品类产品矩阵，精准发力覆盖更广阔消费群体，满足更多圈层消费者的多元化需求，我们预计公司 24-26 年收入分别为 100.9/116.9/134.5 亿元，归母净利分别为 11.6/14.2/16.1 亿元，EPS 分别为 0.56/0.66/0.7 元/股，对应 PE 分别为 7/6/6X。

风险提示：市场竞争加剧；新品市场接受度不及预期；终端消费不及预期风险

中材科技 (002080): 叶片盈利改善，锂膜增长空间大，玻纤或逐渐筑底

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110520120003

公司 23 年归母净利润 22.24 亿元, 同比下降 37.77%

公司发布 23 年年报, 全年实现收入/归母净利润 258.89/22.24 亿元, 同比分别 0.29%/-37.77%, 实现扣非归母净利润 19.65 亿元, 同比下降 10.73%。其中 Q4 单季度实现收入 76.58 亿元, 同比下降 4.34%, 归母净利 5.16 亿元, 同比下降 54.27%, 扣非归母净利润 4.66 亿元, 同比下滑 16.39%。

叶片盈利改善, 玻纤或逐渐筑底, 锂膜景气向上

1) 叶片量升价跌, 成本费用优化抬升毛利率: 23 年公司风电叶片实现收入 94.7 亿元, 同比下降 0.75%。全年销售风电叶片 21.6GW, 同比增长 4.96%。测算单 MW 均价为 43.8 万元, 同比下降 3.1%。受益于原材料价格下降及公司通过制造精益化管理方式全面降本增效, 单位公斤叶片成本费用持续降低, 最终实现毛利率 18.3%, 同比提升 9.67 pct。23 年公司完成对中复连众 100% 股权的收购, 同时在国内的陕西榆林、新疆伊吾、广东阳江以及国外的巴西生产基地年内建成投产, 海内外产能布局进一步加速。

2) 玻纤盈利或逐渐筑底: 23 年公司玻纤及其制品实现收入/归母净利润分别为 83.8/10 亿元, 同同比 -8.3%/-63.9%。23 年公司销量达 136 万吨, 同比 +16.8%, 高于行业产量 5.2% 的增速, 或主要系泰山玻纤持续优化销售产品结构所致, 23 年公司风电/热塑/出口销量同比分别 +37%/+23%/+8.4%。我们测算吨均价同比 -21.7% 至 6159 元, 吨成本同比 -10.3% 至 4766 元, 毛利率同比 -9.8pct 达 22.62%, 最终吨净利同比实现 -70% 至 735 元。当前行业需求复苏及去库节奏较慢, 玻纤价格已跌至历史相对低位。公司太原新基地灯塔工厂年内开工建设, 产能及成本优势提升, 同时高端产品及出口销量提升一定程度上对冲价格下行带来的压力。23Q4 末公司库存周转天数环比 Q3 末减少 17.1 天至 66.8 天, 看好公司 α 优势。

3) 锂膜收入利润双升, 增长空间大: 23 年公司锂电池隔膜实现收入/归母净利润分别为 24.37/7.4 亿元, 同同比 +30.56%/+54.37%。23 年隔膜销量达 17.3 亿平米, 同比 +52.9%, 或受公司不断改善产品结构影响, 23 年涂覆产品销量较上年增长 145%, 占比同比提升 12%。测算单平均价同比 -14.6% 至 1.4 元, 单平成本同比 -12.3% 至 0.9 元, 毛利率同比 -1.64pct 达 38.51%, 最终单平净利实现同比 +0.4% 至 0.43 元。随着下游新能源汽车、储能市场的需求增长, 以及公司产能的逐步扩张 (23 年达 40 亿平米, 公司预计 24 年年中将超过 60 亿平米), 锂膜业务有望为持续公司贡献利润增量。

多业务共振向上, 成长动能不断充实, 维持“买入”评级

玻纤景气历史相对底部特征明显, 整合中复连众后效益加速改善, 隔膜坚定扩产维持高景气。考虑到公司 23 年利润下滑较多, 下调 24-25 年归母净利预测为 25.0/30.6 亿元 (前值 41.1/50.0 亿元), 预计 26 年归母净利润为 36.7 亿元。参考可比公司, 给予公司 24 年 10.5 倍 PE, 对应目标价 19.15 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 产能投放进度不及预期、玻纤需求下滑、行业产能大幅扩张等。

卡莱特 (301391): LED 显示控制系统龙头, 产品矩阵扩张引领增长

缪欣君 miaoxinjun@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110517080003

卡莱特是为 LED 视频图像领域提供综合化解决方案的公司。公司产品主要分为 LED 显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类, 实现了对 LED 视频播放后端的覆盖。公司管理层多为清华系或其余 985 高校, 技术底蕴深厚, 塑造了公司以技术为导向的企业基因。

两大增量逻辑驱动, LED 控制系统有望迎来高增长。1) 随着疫情等因素褪去, 下游 LED 出货增长势头恢复, 而显控系统作为 LED 显示屏应用的核心部件有望享受下游驱动带来的高增长。根据高工产业研究所数据, 2022 年中国 LED 显示屏规模约 633 亿, 测算显控系统市场规模为 26.6 亿元; 2) LED 控制系统整体需求与 LED 显示屏像素点数量有关, 而像素点数变化主要受到两层驱动: ① LED 间距微缩化趋势; ② 产业超高清趋势。显控系统需求量与点间距大小成反比, 随着 1.0 以下间距的推出和进入量产, 更小间距的显示屏市占率会持续提升。假设 2023-2027 年销售面积不变, 仅考虑产业应用 LED 点间距变化, 我们测算对应像素点数量的复合增速将达到 12.87%。超高清趋势下, 8k 对应的像素量超过 2k 的 9 倍, 同样推动显控系统需求上行。

卡莱特从 LED 显控系统出发, 一体化产品推动整体毛利提升。公司以 LED 显控系统起家, 不断积累研发经验和市场口碑, 整合产品模块。以发送器为衍生, 结合视频播放处理设备能力, 设计出一体化程度更高的超级主控系列产品。展望未来, 高端超级主控系列产品放量, 有望推动公司毛利率进一步提升。目前, 显示控制系统与视频处理设备的结合已经成为公司第二增长曲线。除此之外, 考虑 LED 直显系统涉及功能模块与应用场景广阔, 公司有望进一步向音视频采集、处理等功能模块衍生。

成长对标 Barco, 海外布局加速项目落地。公司海外销售集中于北美和欧洲地区, 受益于欧美 LED 显示市场持续向好, 公司 21/22 年海外收入增速达 85%/46%, 22 年海外营收 0.7 亿元。随着海外市场受到疫情的影响减弱, 下游客户订单需求旺盛, 应用场景逐渐多元化, 落地项目增长可期。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年营业收入 10.18/15.16/22.79 亿元，对应增长率为 49.87%/48.89%/50.38%；公司归母净利润为 2.12/2.97/4.44 亿元。公司作为 LED 显控设备头部厂商，同时视频处理设备已经成为公司第二增长极，未来随着高端超级主控系列产品放量，我们看好公司盈利能力进一步提升，给予公司 2024 年 35xPE 作为目标估值，目标市值 104.06 亿元，对应目标价 153.02 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，客户集中度较高风险，技术迭代升级风险，产能不足的风险，代理采购集中度较高的风险，测算具有一定主观性。

金蝶国际 (00268)：订阅优先、AI 优先，V 型反转逐渐明晰

缪欣君 miaoxinjun@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517080003

事件：

金蝶国际发布年报，23 年实现收入 56.79 亿元， $YoY+16.7\%$ 。公司 23 年归母净亏损 2.10 亿元，同比减亏 1.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 6.53 亿元，同比增长 74.5%。合同负债达 31.77 亿， $YoY+20.74\%$ 。

1、订阅转型基本达成，公司目标未来三年订阅 ARRCAGR30%

公司 23 年实现收入 56.79 亿元， $YoY+16.7\%$ 。其中云服务业务收入 $YoY+21.3\%$ ，占公司收入 79.3%。订阅 ARR 约为 28.6 亿， $YoY+33.1\%$ 。分产品看：

1) 苍穹和星瀚收入约 9.81 亿， $YoY+40.9\%$ 。对应 ARR $YoY+48.7\%$ ，续费率 105.3%；考虑国产替代在国企和头部民企加速，预计苍穹星瀚有望保持高速增长。

2) 星空收入 19.52 亿， $YoY+16.2\%$ 。ARR $YoY+29.2\%$ ，续费率 97.2%；考虑渠道推广和客户推进，预计星空有望保持双位数的快速增长。

3) 小微财务云收入约 10.80 亿， $YoY+25.4\%$ ，ARR $YoY+45.6\%$ ，其中星辰续费率 90.8%；考虑中小微客户数量广阔，预计小微财务云有望实现快速增长。

2、更高质量的增长，现金流到利润 V 型反转信号积极

23 年公司毛利率达 64.2%，同比提升 2.6pct。三费率同比下滑 3.8pct，其中销售费用率约 40.8%，同比 -0.8pct；研发费用率约 25.4%，同比 -1.2pct（研发资本化率约 32%，同比下降约 1pct）；行政费用约 8.6%，同比 -1.8pct。

考虑订阅业务的高毛利和 IaaS 成本下降，毛利率有望进入长期提升通道。费用方面，考虑研发效率提升以及产品逐步成熟，研发费用占比仍有下降空间。人数方面，公司 2023 年仅新增 5% 不到，订阅商业模式决定未来人员的需求亦有限。

基于此，我们看好公司 2024~2026 年实现现金流到利润 V 型反转，而实际上公司 2023 年下半年亏损已经明显收窄。

3、AI 优先，人工智能有望打开 ARPU 空间

2023 年，公司发布苍穹 GPT，在大中型企业率先开启大模型应用落地实践，通过 AI 助力企业提高生产力。大型企业方面，基于苍穹 GPT，公司推出国内首个财务大模型，封装了金蝶 30 年的财务知识和服务超过 740 万家客户的实践，为企业提供分析预测、专家支持、报告生成和解读服务。目前相关产品已在建发地产、海信集团等标杆客户开启应用。同时，金蝶云·星空旗舰版完成对于财务、供应链、制造等场景的覆盖，并在多场景中实现了 AI 智能化。

盈利预测：考虑公司提出“订阅优先、AI 优先”的战略目标，我们认为公司在业务选择上或更为审慎，调整公司 2024/2025 年营业收入预测为 66.3/77.25 亿人民币（原预测 75.94/94.18 亿人民币），新增 2026 年营业收入预测 89.71 亿人民币，调整公司 2024/2025 年净利润预测为 -0.4/0.6 亿人民币（原预测 1.00/3.5 亿人民币），新增 2026 年净利润预测 5.6 亿人民币，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济发展不及预期，市场竞争加剧风险，技术更新与创新风险。

南山智尚 (300918)：超高分子项目贡献业绩增量

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

公司发布 23 年年报，23 年全年营收 16 亿元，同比下降 2.05%；归母净利 2.03 亿元，同比上升 8.53%；扣非归母净利 1.98 亿元，同比上升 17.55%。

23 年 Q4 营收 4.77 亿元，同比上升 6%；归母净利 0.83 亿，同比上升 2.6%；扣非 0.81 亿，同比上升 16%。

分业务，公司精纺呢绒营业收入与上年同比基本持平，服装业务营业收入较上年同比下降 16.22%，超高分子量聚乙烯纤维业务营业收入较上年同比增长 363.22%，整体内贸营收较上年同比下降 3.58%，外贸营收较上年同 2.74%。

业绩增长原因主要系：(1) 首募技改项目逐步完成，实施开源节流、持续推进降本增效等举措，持续扩大高附加值产品份额，加强功能性面料的研发，实现毛利率的提升。(2) 超高分子量聚乙烯一、二期项目全面投产运营，构建差异化竞争优势，为公司带来增量收益。

持续发挥一体化产业链优势，实现多元化业务协同发展

公司持续发挥羊毛面料及服装一体化产业链优势，顺利完成首募智能化升级项目。精纺产业通过引进先进的生产设备、采用自动化设计织造、自动裁床等智能化、高端化纺织设备，搭建精纺智能仓库，提高生产效率；服装产业通

过智能剪裁、无纸缝制流水、订单可视化管理，极大提高生产加工精度，缩短生产周期，提高产品稳定性。纺织服装首募技改项目的完成极大提升生产的自动化和智能化水平，提高快速反应能力。

超高分子量聚乙烯纤维项目顺利投产，加速高端新材料产业布局

公司超高分子量聚乙烯纤维二期项目顺利投产，并在细旦丝、色丝等多个产品领域取得突破性进展，构建差异化竞争优势。同时，公司稳中有序推进锦纶长丝项目建设，进一步丰富公司纺织纤维矩阵，深入贯彻落实“高新技术、高附加值产品转型”的发展战略；并在超高分子量聚乙烯纤维、锦纶纤维的研发建设基础上，同步开展芳纶聚合纺丝一体化项目的市场调研，积极推进公司纺织纤维市场开拓，助力企业转型升级和可持续发展。

调整盈利预测，维持“买入”评级

羊毛精纺呢绒和服装产业作为公司传统优势业务，随着首次募集资金技改项目的完成，进一步夯实了公司在精纺呢绒及职业装细分领域的行业地位和市场竞争优势。考虑到锦纶项目投产仍需时间，我们调整盈利预测，预计24-26年公司归母净利润为2.3/2.6/2.9亿元（24-25年前值分别为3.04/3.61亿元），EPS分别为0.65/0.72/0.81元/股，对应PE分别为15/13/12x。

风险提示：传统羊毛原材料价格波动风险；汇率波动风险；产品出口风险；市场竞争加剧风险等。

宝丰能源（600989）：业绩符合预期，内蒙项目助力高速成长

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110517120003

2023年公司实现归母净利润56.51亿，同比-10.34%

2023年公司实现营业收入291.36亿元，同比+2.48%；实现归母净利润56.51亿，同比-10.34%，扣非归母净利润59.49亿元，同比-11.46%。其中，公司四季度实现营收87.35亿元，归母净利润17.60亿元，同比+89.25%，环比+7.7%，公司经营业绩稳步改善。

原料成本下滑，油/煤比价稳定

2023年公司主要原料价格明显下滑，气化煤、焦煤、动力煤采购价格分别为617/1240/465元/吨，同比-19%/-25%/-22%。从原油/煤炭比价来看，2023年均值为6.49，较2022年恰好持平。

主要产品量增价减：聚乙烯/聚丙烯/焦炭实现销量83.25/75.28/697.55万吨，同比+18%/14%/12%；受原料价格下滑的影响，产品价格7083/6759/1575元/吨，同比-5%/-9%/-23%。

降本增效持续发力，打造低成本壁垒

积极拓宽煤炭采购渠道，降低入炉成本：针对周边地区焦煤价格较高的情况，积极拓展价格较低的中蒙边境策克口岸煤和新疆煤，2023年全年采购口岸煤57万吨，同比+52万吨；采购疆煤357万吨，同比+305万吨。

公司完成节能项目15项，主要用能单位节能29万吨标煤，综合能耗下降2.55%，烯烃二厂单位产品综合能耗创历史新高，在中国石油和化工联合会发布的“2022年度石油和化工行业重点产品能效领跑者标杆企业名单”中，公司位列中国煤制烯烃行业第一名；“2022年度石油和化工行业重点产品水效领跑者标杆企业名单”中，公司位列中国煤制烯烃行业第二名。

重点项目稳步推进，内蒙项目助力高速成长

公司重点项目稳步推进：宁东3#100万吨煤制烯烃项目投产，新增甲醇产能150万吨/年、新增烯烃产能100万吨/年、新增聚乙烯和聚丙烯产能90万吨/年，20万吨/年苯乙烯装置投产；煤矿产能核准新增100万吨/年；25万吨/年EVA装置于2024年2月投产。

内蒙项目如期推进：一期260万吨/年煤制烯烃及配套40万吨/年绿氢耦合制烯烃项目于2023年启动建设，当年建设进程过半，计划于2024年投产。

盈利预测与估值：考虑公司经营逐步改善及新项目投产带来的业绩增量，给予公司2024/2025年归母净利润预测95/152亿元，新增2026年业绩预测170亿，2024年3月22日市值对应PE分别为12/8/7倍，维持“买入”评级。

风险提示：原料价格波动风险；市场竞争加剧风险；项目投产不及预期风险。

中国海油（600938）：2023年报：油气产量高增长，业绩符合预期

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110517120003

中海油公告2023年业绩符合预期

公司2023年收入为4166亿元，同比-1.33%；归母净利润1238亿元符合预期。分红540亿，分红比例43.6%符合预期。

油气产量维持高速增长，桶油成本保持竞争力

2023年油气产量为678mmboe，同比+8.7%，其中原油+8.1%，天然气+11%，桶油成本略降至28.8美金/桶。在渤海、南海都有亿吨级储量发现，储量替代率达到180%，储量寿命维持略超10年。2024-2026年产量规划三年GAGR为6-7%，2025年为上产高峰。

利润变动因素

归母净利润 1238 亿元，同比下降 179 亿元。主要原因是实现油价同比-19 美金/桶带来减利因素 680 亿，量增和汇率贬值在较大程度上弥补了油价下降带来的影响。因税收调整产生的一次性影响大概 50.5 亿元。

现金流充沛，提升分红的潜力大

2023 年经营现金流 2097 亿元，自由现金流达到 889 亿元，用于分红和还本付息。带息负债减少了 142 亿，资产负债率下降至 15.2%。

盈利预测及投资评级

原预测 2024/2025 年归母净利润分别为 1379/1442 亿，由于公司产量高速增长，现上调 2024/2025 年归母净利润预测 1397/1577 亿元，新增 2026 年预计归母净利润 1623 亿元，A 股 PE 分别 9.7/8.6/8.3 倍，A 股分红收益率分别 4.5%/5.3%/5.4%；H 股分红收益率为 7.8%/9.2%/9.5%，维持“买入”评级。

风险提示：经济衰退带来原油需求下降，从而导致油价大幅跌落的风险；未来新项目投产不及预期的风险。

非金属新材料：周内碳纤维板块受益低空经济，日本扩大海风范围

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

1、碳纤维：我们认为目前 T300 大丝束已处于阶段性底部阶段，但考虑到部分公司仍有产能快速释放，不排除后期继续价格战的可能，但原丝环节的企业仍较少，目前价格战停留在碳纤维环节，我们认为单从原丝环节来看，主要系吉林碳谷，上海石化及蓝星等少数几家掌握制备工艺，原丝环节降价可能性不大，建议关注吉林碳谷等。民品 T700 领域，国内目前主要系中复神鹰及长盛科技两家，2022 年底长盛科技产能仅 1800 吨，相较中复神鹰的 1.45 万吨仍有较大差距。中复神鹰产能已达 2.85 万吨，后期亦有 3 万吨产能规划，长期来看，下游碳碳复材/氢气瓶等领域持续高景气，公司产能扩张有望带动业绩持续释放，预浸料业务如进展顺利后续或带来新增量，建议关注中复神鹰（与化工团队联合覆盖）。

2、显示材料：我们跟踪的折叠屏手机中 UTG 环节，在消费电子颓势时折叠手机下游需求仍高增，伴随行业价格带的不断下行，进一步促进下游需求有望实现正向循环。我们持续看好未来 3-5 年折叠屏手机的放量，我们认为，产业链中的卡脖子环节仍将在一段时间内获得相应溢价。重点推荐：凯盛科技（与电子团队联合覆盖）。

3、新能源材料：光伏方面，下游需求端仍维持较快增速，但产业链各环节扩张较快，我们判断需等待出清。风电方面，目前海风突破层层阻碍，开始放量，预计明年起量可期。风电叶片环节集中度较高，推荐时代新材（出海预期）（与电新团队联合覆盖），关注新股麦加芯材。

风险提示：下游需求不及预期，行业格局恶化，原材料涨价超预期

建筑材料：当前玻纤实际需求及 24 年行业供需怎么看？

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

行情回顾

过去五个交易日（0318-0322）沪深 300 跌 0.7%，建材（中信）跌 2.38%，除其他结构材料和其他专用材料之外，所有子板块均为负收益。个股中，四川金顶（+22.6%），华立股份（+11%），公元股份（+8.4%），ST 三圣（+7.9%），天安新材（+7.8%）涨幅居前。

二手房成交升温，关注玻纤涨价进展

据 Wind，0316-0322 一周，30 个大中城市商品房销售面积 199.98 万平米，同比下滑 48%，新房销售景气度仍有待提升。3 月 20 日，《广州市黄埔区广州开发区关于进一步优化和完善城中村改造项目审批与实施工作机制的若干措施》发布，对项目审批、资金监管、企业引入等方面的规定进行调整，如将竞选保证金由此前的不少于 1 亿元降低为不少于 5000 万元，有望减轻城中村改造参与企业的资金压力，加快项目推进。

我们结合玻纤企业在产产能情况、生产商库存变化以及玻纤净出口量推算国内玻纤实际需求情况（不考虑下游库存变化），24 年 1-2 月份来看，国内玻纤实际需求分别约 39.7/37.6 万吨，同比增长 30.1%/3.8%，海外方面，1-2 月净出口分别为 17.4 万吨/14.0 万吨，同比分别增长 27.5%/11.5%，因此可以看出，1-2 月份实际玻纤需求均好于去年同期水平。供给来看，我们认为当年实际产能冲击可以分成前一年投产带来增量、当年新投产增量以及当年冷修及减产对应减量三部分，我们计算 23 年新点火产能对应 24 年供给冲击约 48 万吨，24 年至今行业新点火产能 18 万吨，冷修产能 11 万吨，当前潜在新点火产能约 67 万吨，假设点火时间在下半年，则对应 24 年供给冲击约 26 万吨，因此合计来看，24 年行业供给冲击约 76.9 万吨。而 23 年行业实际产能冲击约 73.3 万吨，全年库存增长约 20 万吨，则 23 年玻纤行业实际需求增量约 53.3 万吨，假设 24 年行业需求增量和 23 年持平，则 24 年玻纤仍是供过于求，

但若考虑到产线新点火同时或伴随老线冷修，则24年行业有望维持供需紧平衡。

传统建材行业景气或已触底，新材料品种成长性有望持续兑现

1) 消费建材 21/22FY 受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，地产政策改善趋势明确，23年基本面或已基本企稳。中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道；2) 新型玻璃、碳纤维等新材料面临下游需求高景气和国产替代机遇，龙头公司拥有高技术壁垒，有望迎来快速成长期；3) 当前玻璃龙头市值已处于历史较低水平，随着行业冷修提速，行业基本面或逐步筑底，光伏玻璃有望受益产业链景气度回暖，而电子玻璃有望受益国产替代和折叠屏等新品放量；4) 塑料管道板块下游兼具基建和地产，基建端有望受益市政管网投资升温，地产端与消费建材回暖逻辑相似；5) 水泥有望受益于后续基建和地产需求改善预期，中长期看，供给格局有望持续优化；6) 玻纤当前价格处于相对低位，后续风电等需求启动有望带动行业去库涨价。

本周重点推荐组合

世名科技（与化工联合覆盖）、山东药玻（与医药联合覆盖）、凯盛科技（与电子联合覆盖）、北新建材、旗滨集团、华新水泥、中国巨石

风险提示：基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响；新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期；地产产业链坏账减值损失超预期等；文中供需测算具有一定主观性，仅供参考。

金属与材料：消息扰动+宏观催化，铝价稳步上行

刘奕町 liuyiting@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523050001

基本金属：消息扰动+宏观催化，铝价稳步上行。1) 铜：周内铜价震荡回调，收盘于 72340 元/吨。宏观维度鲍威尔表示近期的高通胀并未改变美国物价压力缓解的基本情况，美联储仍预计今年将降息三次，并确认经济将继续保持稳健增长，宏观面对铜价仍有正向催化。基本面维度本周进口铜矿 TC 均价 12 美元/吨，13 日会议后，炼厂具体的生产节奏调整暂未明确，但引发的市场减产预期较为剧烈。需求端铜价高位运行，抑制市场消费提振，下游企业维持谨慎观望，刚需采购。周内国内电解铜产量 24.3 万吨，环比持平。现货库存较 18 日降低 0.2 万吨至 38.28 万吨。2) 铝：周内铝价震荡上涨，沪铝收盘于 19510 元/吨。供应方面，云南复产消息基本得到证实，但后期市场出现云南干旱因此复产将有变数传闻，扰动市场情绪。本周电解铝行业开工产能 4202.80 万吨，较上周增加 2 万吨。需求端近期铝板需求好转，铝板订单增加带动铝板企业开工率有所上涨；多元化加工企业由于其他加工产品订单表现一般转产铝棒，铝棒开工率上涨。整体来看本周电解铝整体需求表现向好。周内铝锭社会库存增加 0.3 万吨至 89.5 万吨，铝棒社会库存减少 1.2 万吨至 25.75 万吨。近期海内外宏观预期向好持续催化基本金属价格，且当前仍为行业淡季，若旺季来临价格或有更大弹性，建议关注：中国宏桥、紫金矿业、金诚信、洛阳钼业、五矿资源。

贵金属：联储淡化通胀影响，金价跌后回升。周中前期，美国 2 月强劲通胀继续影响市场，美联储 3 月会议决策落地前市场交投情绪谨慎，部分多头获利了结离场，金价延续上周后期的回落走势；周中后期，美联储议息会议几乎没有展露出任何的鹰派信号，市场在会议前所担忧的二次通胀风险并未进入 FOMC 的视野。美联储淡化了通胀风险，深化了对增长的乐观预期。随着市场开始坚定对 6 月份降息的预期，贵金属市场大涨，comex 金价收盘于 2166.5 美元/盎司。我们认为短期美国经济及就业数据的反复或带来金价的来回波动，但随着高利率环境对经济的负面影响逐渐显现，美债收益率的上行或已接近尾声，对中期金价形成支撑。建议关注：招金矿业、山东黄金、银泰黄金、株冶集团。

小金属：印尼出口许可证获审，锡价大幅波动。本周(3 月 18 日至 3 月 22 日)沪锡上涨 1.01%，振幅 4.58%。据 ITA，截至 3 月 19 日印尼三大冶炼厂中的两家(包括 PTTimah)现已恢复锡出口，雅加达期货交易所 (JFX) 于 3 月 5 日恢复交易，截止 3 月 15 日，各种合约的锡交易量达 1975 吨；印尼商品及衍生品交易所 (ICDX) 尚未恢复交易，该交易所主要涉及较小规模的私营冶炼企业(自 2014 年监管改革以来，所有出口精炼锡都必须首先在 JFX 或 ICDX 上出售)。我们认为，近段时间沪锡边累库边上涨的分化走势或来源于沪锡对伦锡的跟随，而伦锡上涨的主矛盾点在于针对印尼出口恢复与否的交易。因此印尼出口恢复后，在市场缺乏交易重心的情况下，短期锡价或面临一定压力。

风险提示：需求回暖不及预期的风险，上游供给大增的风险，库存大幅增加的风险。

农林牧渔：2024 年第 11 周周报：生猪库存压力有所累积，长期趋势已成，静待猪周期反转！

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

1、生猪板块：库存压力持续累积，长期趋势已成，静待周期反转！

1) 本周猪价小幅反弹。截至 3 月 23 日，全国生猪均价 14.98 元/kg，较上周末上涨 3.17% (智农通)；本周 7kg 仔

猪价格和 50kg 二元母猪价格分别为 506 元/头和 1548 元/头 (上周五为 450 元/头和 1546 元/头), 本周仔猪价格走强, 天气回暖后成交有所增加。供应端, 近期行业出栏节奏有所放缓&二育逐步进场, 本周出栏均重升至 124.03kg (上周为 123.50kg), 同时生猪供应压力难有缓解, 根据涌益咨询数据显示, 3 月样本点日均出栏量环比+0.79%, 截至 3 月 20 日, 全国平均出栏进度完成率在 63.33%, 出栏节奏略微偏慢。需求端, 随着气温升高, 消费无明显利好, 本周样本屠宰企业屠宰量较上周减少 4.68%, 本周屠宰场冻品库容率为 18.63% (较上周增 0.18pct)。

2) 短期淡季猪价坚挺, 市场现分歧, 正视已有累计去化幅度和当前亏损现状。①能繁存栏量创 21 年以来新低。本轮产能去化时间已超一年, 农业部/涌益咨询累计去化幅度分别为 10%/12%, 能繁存栏量均创 21 年以来新低, 鉴于上一轮周期 (2021-22 年) 农业部/涌益咨询累计去化幅度分别为 9%/15% (对应 22 年周期猪价高点 28 元/kg+), 且三元母猪淘汰优化极大弥补了 21 年实际产能去化, 此轮去化效率未出现大幅提升, 因此我们预计本轮已有产能去化幅度或足以支撑大周期反转; ②鉴于现阶段行业处于仍未实现盈利&资金情况紧张, 库存压力累积下, 猪价仍存下行风险, 产能去化不排除持续。在前期去化趋势已成&近期去化有望延续情况下, 静待大周期反转。

3) 估值相对低位, 生猪板块价值凸显! 从 2024 年头均市值看, 其中巨星农牧、牧原股份 3000-4000 元/头; 温氏股份、金新农、京基智农、新五丰 2000-3000 元/头; 新希望、大北农、唐人神、天康生物、天邦食品、华统股份、傲农生物 1000-2000 元/头; 估值处在历史相对底部区间, 多股头均市值或仍有显著上涨空间 (数据截止 3 月 22 日)。标的上, 当前阶段, 【板块 β 配置、优选弹性】大猪首推温氏股份、牧原股份、其次建议关注新希望; 小猪建议重点关注: 华统股份、巨星农牧、唐人神、新五丰、天康生物、神农集团、德康农牧, 其次建议关注中粮家佳康、天邦食品、京基智农、金新农等。

2、禽板块: 估值相对低位, 重视周期反转机会!

1) 海外禽流感形势严峻, 引种叠加进口鸡肉双重压力下, 我国鸡肉供给或明显紧缩。
2) 本周鸡价下跌。山东厂家高报低开, 大小厂鸡苗价格差异较大。截止 3 月 23 日, 山东大厂商品代苗报价 4.25 元/羽 (取区间中值), 山东中小厂报价 3.55 元/羽 (取区间中值), 较上周末 (3 月 17 日) 分别下跌 0.15 元/羽和 0.30 元/羽。毛鸡价格微跌, 截止 3 月 23 日, 山东区域主流毛鸡均价 3.80 元/斤, 与上周末 (3 月 17 日) 相比下跌 0.05 元/斤 (数据来源: 家禽信息 PIB 公众号)。

3) 白鸡产业磨底近 3 年, 产能持续去化。祖代引种缺口已成, 且种鸡结构中部分换羽难度较大, 效率不高, 缺口或更大。重视白鸡空间! 首推【圣农发展】(白鸡育种自主可控, 食品板块快速增长, 估值相对位于历史较低区间), 建议关注【益生股份】(父母代鸡苗龙头企业, 909 量增显著)、【民和股份】(商品代鸡苗, 价格弹性高)、【禾丰股份】(白鸡养殖成本优势强, 饲料后周期弹性)、【仙坛股份】(白鸡养殖稳健增长, 深加工比例提升)等。

3、后周期: 饲料板块, 重点推荐基本面拐点+估值相对底部的海大集团; 动保板块, 重视新大单品打开盈利空间!

1) 饲料板块重点推荐【海大集团】: 养殖饲料产能去化, 蓄力明年景气大周期! 一方面, 海大核心利润来源水产料赛道, 在较高市占率带来的定价权下, 盈利有望进一步提升, 在原材料快速波动中, 预计海大原材料采购及配方优势将进一步凸显; 另一方面, 畜禽料, 公司将进一步发挥采购、配方、管理优势, 强化成本管理水平, 有望实现超额增长, 加速市占率提升。

2) 动保板块: 动保下游养殖户防疫需求逐渐回暖, 猪病多发有望带动短期需求。后续若有新疫苗产品推出, 或将进一步打开行业成长空间! 技术路径方面, 亚单位非瘟疫苗提交应急评价申请后, 正在由农业农村部组织应急评审中, 有望率先取得积极进展! 推荐: 【中牧股份】(央企背景动保龙头, 产品线布局齐全)、【科前生物】(非强免疫苗龙头, 核心产品市占率持续领先)、【生物股份】(行业龙头, 研发、工艺、渠道显著领先)、【普莱柯】(研发兑现+产品补齐+营销升级, 业绩有望持续增长)。建议关注: 【瑞普生物】(禽疫苗为代表的经济动物板块有望延续高增长, 宠物板块打开未来成长空间)、【回盛生物】(动保化药领先公司)。

4、种植板块: 新一批转基因玉米/大豆品种通过初审, 重视种子板块!

1) 3 月 19 日, 农业农村部种业管理司公告 27 个转基因玉米和 3 个转基因大豆品种通过初审, 涉及隆平高科、大北农、登海种业、荃银高科、丰乐种业等多家上市公司。这是继 2023 年末首批 51 个转基因玉米、大豆品种通过国家品种审定后, 第二批通过初审的转基因玉米、大豆品种。我们认为, 我国转基因大豆玉米预计在今春可开启商业化应用, 销售价格将有望彰显品种竞争力。在粮食安全大背景下, 我国转基因政策持续出台, 生物育种方向坚定。转基因技术储备丰富的公司有望在转基因种业市场取得先发优势。

2) 本周 (截至 3 月 22 日) CBOT 大豆价格下降 0.52%, CBOT 玉米价格上涨 0.63%。截至 3 月 22 日, 我国玉米现货价格为 2463 元/吨, 周度下降 0.24%; 我国大豆现货价格为 4442 元/吨, 周度上涨 0.19%。

3) 重点推荐: ①种子: 【隆平高科】、【大北农】、【登海种业】、【荃银高科】。②农资: 【新洋丰】(与化工组联合覆盖)。建议关注: ③种植: 【苏垦农发】。④农业节水: 【大禹节水】。⑤油脂加工: 【道道全】。

5、宠物板块: 国产品牌持续崛起, 宠物食品出口趋势持续向好!

1) 国产品牌持续崛起, 上市公司国产品牌高速增长。根据宠物营销界统计的数据, 麦富迪位列 2 月淘宝猫零食排行榜第 1、猫主粮第 5、犬零食第 1、犬主粮第 2; 抖音猫零食第 1、猫主粮第 1、犬零食第 4、犬主粮第 1。meatyway 位列淘宝犬零食第 3 名、抖音犬零食第 2 名。Wanpy 位列淘宝猫零食第 4 名、犬零食第 4 名; 抖音犬零食第 5 名。
2) 宠物食品出口连续 9 个月同比增长, 美国出口同比高增! 海关数据显示, 零售包装的狗食或猫食饲料 2024 年 1

月人民币口径下实现出口 8.45 亿元, yoy+38%; 2024 年 2 月人民币口径下实现出口 5.66 亿元, yoy+28%。对美国 1 月实现人民币出口 1.49 亿元, yoy+86%; 2 月实现人民币出口 0.80 亿元, yoy+56%, 占比总出口 14.1%。
3) 我们认为, 我国宠物经济蓬勃发展, 国产品牌崛起快速。重点推荐【乖宝宠物】、【中宠股份】、【佩蒂股份】等。
风险提示: 政策风险; 疫病风险; 农产品价格波动; 极端天气; 进口变动。

新兴产业: 2024 年有望成为低空经济发展元年, 建议关注纳睿雷达、联创光电

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110517010002

本周关注: 中央经济工作会议明确提出, 打造低空经济等若干战略性新兴产业, 低空空域管理需重视, 建议关注纳睿雷达(相控阵雷达“小巨人”)、联创光电(激光系统已实现全产业链布局)。

低空经济为战略性新兴产业, 低空空域管理需加强

“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”。今年, 低空经济首次被写入政府工作报告, 成为发展新质生产力的热点之一。2023 年年底召开的中央经济工作会议明确提出, 打造低空经济等若干战略性新兴产业。据不完全统计, 全国已有 20 多个省(区、市)将低空经济有关内容写入政府工作报告, 2024 年有望成为低空经济发展的元年。

低空经济是以各种有人驾驶和无人驾驶航空器的各类低空飞行活动为牵引, 辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态。低空经济的产业链条长, 涵盖了航空器的研发制造、低空飞行基础设施的建设运营、飞行服务保障等各产业。上海市经济和信息化委员会主任张英委员表示, 要以安全为底线、红线和生命线, 国家部委应加大对地方相应主管部门的业务工作指导, 建立地方低空空域专业运行服务中心, 优化低空空域管理体制, 加大改革试点, 构建数字化、智能化管理服务系统, 积极探索有人与无人空域融合运行模式, 提高低空空域管理效率和服务质量。

投资建议:

1) 纳睿雷达-相控阵雷达“小巨人”【军工组联合覆盖】

近期, 深圳市召开气象科技赋能低空经济产业高质量发展研讨会, 会上提到, 低空大气有着对流强、能见度低以及变化剧烈的特点, 低空飞行器易受低空切变线引发的云雨天气、强对流天气以及短时强降雨的负面影响。因此需要通过构建更加精密的低空气象数据监测网格, 不断提升低空气象数据的采集能力和分析中小微尺度的数值预报能力, 探索 5G-A 通感基站关键技术和应用场景以及城市网格化气象探测技术, 以支撑低空经济应用场景建设、赋能低空产业的发展。低空空域已成为通用航空主区域, 但受制于装备技术条件, 低空空域仍是空中安全监控的薄弱环节, 对边境、大城市、机场等上空低空飞行活动的监控能力亟待加强。我们认为, 随着低空飞行活动增多, 在重要目标、敏感地区等选择性布防低空监视雷达, 是相控阵雷达的重要应用拓展方向之一。

2) 联创光电-激光系统全产业链布局

无人机“黑飞”产生的安全隐患催生了反无人机市场的需求, 据 PrecedenceResearch 估计, 全球反无人机市场规模预计将从 2021 年的 14 亿美元增至 2030 年的 126 亿美元, CAGR 为 27.65%。与导弹技术等传统技术相比, 激光技术是反无人机的最佳选择之一。公司光刃系列激光反制无人机系统主要包括“光刃- I”和“光刃- II”两大产品, 具有明显的技术优势。同样的杀伤效果, 公司产品重量更轻、体积更小, 因此在合理利润空间下公司产品成本优势较为明显。目前, 第一代新型激光反制无人机产品生产线现已配置, 并已完成其改进设计、研制工作, 且顺利通过专家组验收评审; 第二代新型激光反制无人机产品顺利完成研制并通过验收。我们认为, 公司基于已掌握的激光核心技术加速产品研发与迭代, 未来光刃整机产品矩阵有望持续丰富。

风险提示: 宏观经济周期波动风险; 宏观政策不确定性; 原材料价格波动风险; 技术研发风险。

金属与材料: 英伟达 2024GTC 重磅成果发布, 铜缆高速连接及 PEEK 材料迎发展机遇

刘奕町 liuyiting@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110523050001

事件: 2024 年 3 月 19 日, 英伟达在 2024GTC 上隆重发布搭载 B200 芯片的 GB200GraceBlackwell 超级芯片系统, 采用 NVLink 全互联技术实现了高速、低延迟、低成本的数据传输, 并推出了 ProjectGR00T 人形机器人基础模型。

英伟达推出最强 AI 芯片, 铜缆高速连接器助力数据传输

GB200 超级芯片在互联中 GPU 与 NVSwitch 采取高速铜缆互联, 并内置 5000 根 NVLink 铜缆, 实现了成本的大幅节约。铜缆连接器又称为“高速连接器”、“高速铜连接”, 可通过铜线直接传输电信号, 与普通铜缆相比, 具有以下优势: 降本显著, 成本仅为光模块 1/5; 传输速率提升, 短途因无损传输速率更高; 能耗低, 减少能源消耗和热产生, 大幅削减运营及冷却能源开支; 可替代性, 在短距传输领域可替代光模块和 AOC。英伟达计划大规模部署 DAC 技术, 据 LightCounting 报道预计从 2024 年到 2028 年, DAC 高速铜缆的年复合增长率将攀升至 25%。

人形机器人是未来产业的新赛道, 有望在各行业极大地解放人类劳动力

英伟达于 2024GTC 大会发布人形机器人通用基础模型 ProjectGR00T, 旨在进一步推动其在机器人和具身智能方面

的突破。人形机器人是人工智能在物理空间的重要体现和关键装备，是实体通用人工智能系统的典型代表。它是继计算机、智能手机、新能源汽车后的颠覆性平台产品，将成为引领产业数字化发展、智能化升级的新质生产力，有望持续催生新产业、新模式、新业态。通过AI赋能，可实现自然的语言交互与行为动作，在航空航天、智能制造、农业生产、家庭服务等不同领域、不同场景中均有广泛的应用前景，有望颠覆一些领域现有的发展格局。

PEEK材料可用于人形机器人轻量化，实现以塑代钢

聚醚醚酮（PEEK）材料是一种高温热塑性材料，具有耐高温、耐磨、耐腐蚀、自润滑等特性，广泛应用于电子、汽车、航空航天、军工和医疗等领域。在人形机器人领域，PEEK材料与碳纤维复合使用成为重要趋势，以提升材料强度。目前，国内已有厂家应用PEEK材料于人形机器人的关节、轴承、齿轮等部件，形成配套生产链。其具有机械性能优良、耐高温性能好、耐磨性能强、重量轻、化学稳定性高的优点，不仅能够提高机器人的负载能力，还能提高其灵活性，助力人形机器人进阶高端领域。

投资建议：根据产业化进展情况，我们认为随着人工智能算力需求的快速增长，国内高速连接厂商将迎来更有利发展条件；随着人形机器人及飞行汽车的产业发展推进，PEEK轻量化材料需求也将不断提升，建议关注行业及相关公司进展。

风险提示：技术发展不及预期风险；下游需求不及预期风险；产业政策推进不及预期风险。

房地产：基数效应影响感知，投资开工压力持续——统计局24年1-2月数据点评

王雯 wangwena@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110521120005

行业追踪（2024.3.16-2024.3.22）

基数效应影响感知，价格压力较大

3月18日，国家统计局发布2024年1-2月全国房地产市场基本情况。2024年1-2月，新建商品房销售面积11369万平方米，同比下降20.5%。24年前2月商品房销售面积是除20年疫情影响外近8年的新低，验证了市场的低温体感。但同时，20-23年疫情影响带来的需求释放错配，也会扰乱市场对全年需求的判断，如今年2-4月会持续受到23年高基数影响。故可抛开同比，从季节性角度计算：20-23年，前两月销售面积成交占全年比分别为4.8%、9.7%、11.6%、13.5%，而回溯20年疫情爆发前年份的成交结构，13-19年前两月成交占全年比重在7-8%之间。

23年前两月成交占比明显异常，其原因一方面是来自于22年底的需求腾挪，另一方面源于下半年基本面再次走弱。我们认为，当前持续宽松的政策导向下，24年市场预期出现类似23下半年的再次下滑的概率相对较低。故可剔除异常值后，进行类比假设：1) 悲观情况下，若今年前两月成交占比接近历史最高的22年的11.6%，则24全年销售面积预计同比-12.0%；2) 中性假设下，若今年前两月成交占比接近21、22年的均值10.6%，则24全年销售面同比-4.2%；3) 乐观假设下，若今年前两月成交占比接近21年的9.7%，则24全年销售面同比+5.1%。

投资、开工压力或持续，竣工转入负区间

2024年1-2月，全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9.0%。2024年1-2月，房地产开发企业房屋施工面积666902万平方米，同比下降11.0%。房屋新开工面积9429万平方米，下降29.7%。房屋竣工面积10395万平方米，下降20.2%。24年前2月开发投资降幅较23年末收窄0.6pct，绝对水平接近2018年-2019年同期，但离企稳回升仍有较大距离，且其对开工端影响继续显现，前2月新开工面积同比降幅较23年末扩大9.3pct、较23年同期扩大20.3个pct。前两月竣工端同比由正转负，21年后开工下滑影响开始体现。

我们认为，后续投资、开工压力或仍有加剧的可能，销售体量下滑和结构分化对房企投资、开工决策的影响可能在扩大化，体现为大型房企投资范围、力度的收缩，同时城投托底拿地而开工意愿低的影响或继续体现。竣工端，白名单、保交楼等政策支持下年内累计降幅或逐步收窄。

销售回款拖累到位资金

24年1-2月份，房地产开发企业到位资金16193亿元，同比下降24.1%。其中，国内贷款3144亿元，下降10.3%；利用外资5亿元，增长7.4%；自筹资金5374亿元，下降15.2%；定金及预收款4630亿元，下降34.8%；个人按揭贷款2214亿元，下降36.6%。

从资金端看，开发资金下滑压力加大，销售回款相关的定金及预收款及按揭贷款是主要拖累项，待基数效应缓解后，开发资金累计同比或伴随销售额同步修复，国内贷款虽继续同比下滑，但预计可维持稳定水平，未来融资支持政策下具备回升空间。

3月新房、二手房同比降幅收窄

新房市场本周成交316万平，月度同比-49.08%，相较上月改善10.03pct；累计库存15167万平，三线及以下去化加速，一线二线去化放缓。二手房市场本周成交196万平，月度同比-27.11%，相较上月改善18.87pct。3月11日-3月17日，土地市场本周成交建面2228万平，滚动12周同比-10.43%；成交总额195亿元，滚动12周同比2.21%；全国平均溢价率2.12%，滚动12周同比-0.59pct。

本周申万房地产指数-1.33%，较上周下跌5.80pct，涨幅排名26/31，跑输沪深300指数0.63pct。H股方面，本周

Wind 香港房地产指数-3.31%，较上周下降 7.43pct，涨幅排序 10/11，跑输恒生指数 1.99pct；克而瑞内房股领先指数为-3.29%，较上周下跌 9.09pct。

投资建议：需求侧 LPR 超预期下调，因城施策框架下各地“四限”调整进入新一轮发力期，有望带动改善需求集中释放，白名单等供给端融资支持力度持续加码，预计 24 年供给侧出清基本结束。行业基本面止跌企稳前，我们认为需求不稳、政策延续，看好供需政策双向发力对板块行情的持续驱动。

标的方面 1) 推荐优质地产龙头：招商蛇口、保利发展、中国海外发展，建议关注越秀地产、华润置地、绿城中国、滨江集团；2) 推荐优质物管企业：招商积余、保利物业，建议关注中海物业、万物云；3) 建议关注保障房及城中村改造主题：绿城管理控股、城建发展、天健集团、中华企业。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期

建筑装饰：基建投资旺盛，重视低空经济带动设计放量

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

基建投资稳步增长，设备更新需求加速释放。

24 年 1-2 月地产开发投资/狭义基建/广义基建/制造业同比分别-9%/+6.3%/+9%/+9.4%，环比 12 月单月增速+10.6/-0.5/-1.8/+1.2pct。此前国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》将重点实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升“四大行动”，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造。结合两会提出增发特别国债来看，我们预计资金层面或对基建投资形成有力支撑，同时交通、市政等领域设备更新需求也有望加速释放。

低空经济快速发展，带动基础设施建设设计率先放量

3 月 18 日，民航局召开通用航空工作领导小组会议，切实提高推动低空经济发展的能力和水平，此前两会报告里亦提及“加快低空经济等新增长引擎”，“低空经济”首次写入政府工作报告，从产业构成来看，低空经济主要包括低空制造、低空飞行、低空保障和综合服务等产业，除了建设机场本身，相关产业园及文旅配套建设亦是重点，低空基础设施的建设至关重要，前端的规划设计有望先行，四川、海南、湖南、江西、安徽成为全国首批低空空域管理改革试点省份，深圳为全国低空经济第一城，其 2022 年无人机产业产值 750 亿，重点发力省份带动的低空设计有望率先放量，重点关注设计总院、华设集团、苏交科等。

行情回顾

根据总市值加权平均统计，本周（0318-0322）建筑（中信）指数下跌 0.12%，沪深 300 指数下跌 0.14%，子板块中建筑设计、建筑装修涨幅居前，分别录得 2.53%、0.93% 的正收益。本周涨幅居前的标的有：科新发展（+30.34%）、奥雅股份（+14.57%）、元成股份（+12.80%）、诚邦股份（+12.77%）、设计总院（+12.59%）。

投资建议

我们认为，24 年顺周期改善、高股息央企和专业工程景气延续仍是三条重要的主线：1)顺周期板块，重点推荐城中村及保障房受益标的华阳国际、深圳瑞捷等；2)低估值高股息央企蓝筹推荐中国中铁、中国交建、中国建筑、中国铁建、安徽建工、设计总院、中材国际、北方国际；3)专业工程建议关注高景气赛道龙头标的，推荐上海港湾、华铁应急（与非银组联合覆盖）、圣晖集成、鸿路钢构、利柏特、三维化学。

风险提示：基建&地产投资超预期下行；央企、国企改革提效进度不及预期；城中村改造落地不及预期。

能源开采：煤炭股波段运行节奏复盘及展望：2021-2024

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

一、煤炭现货价格复盘及展望

2021-2023 年复盘：煤价波段运行逻辑一与供暖发电季节性特点高度相关

2024 年春季展望：淡季低库存，预计煤价在 800-950 元/吨之间震荡

山西压减产量解读：力度空间，正在逐步兑现

2024 年全年展望：供需格局有望改善，下半年煤价或向上反弹至 900-1100 元/吨

二、煤炭股运行复盘及展望

2021-2023 年复盘：股价波段运行逻辑一与煤价波动高度相关

2024 年煤炭股主要驱动逻辑：估值大幅提升和产能大幅增长

风险提示：经济增长不及预期；房建恢复不及预期；在建产能投放超预期；测算具有主观性，仅供参考

食品加工：预制菜行业更新——六部门联合印发规范文件

陈潇 chenx@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110519070002

事件：

市场监管总局、教育部、工业和信息化部、农业农村部、商务部、国家卫生健康委联合印发《关于加强预制菜食品安全监管促进产业高质量发展的通知》，旨在强化预制菜食品安全监管，促进产业健康发展。

我们的分析和判断：

1、预制菜规范文件四项核心要点

《通知》聚焦四个方面，预制菜范围、标准体系建设、食品安全监管、推进产业高质量发展。

1) 首次国家层面明确范围；且餐饮环节使用需保障消费者知情权。产品范围上，兼具预制化和菜肴特征：突出预加工，符合规模化、标准化，企业取得食品生产许可等；突出菜肴属性，净菜、即食、速冻主食类不属于预制菜。

2) 推进标准体系建设。制定覆盖生产加工、冷藏冷冻和冷链物流等环节的国家标准；预制菜术语、产品分类等质量标准。

3) 加强安全监管。严把原料质量、禁用防腐剂等。同时严格落实主体责任、加强生产许可管理。

4) 统筹推进预制菜产业高质量发展。要求预制菜企业增强优质原料保障能力、提升关键技术创新研发水平、加快先进生产工艺装备应用等多方面能力，推进行业高质量发展。

2、利于规范行业发展，利好头部企业

此次规范文件出台，监管收紧、提升壁垒，有利于规范行业发展、加速不良产能出清，利好龙头企业。重点推荐：安井食品；建议关注：千味央厨、味知香、龙大美食、国联水产、广州酒家（商社联合覆盖）等预制菜头部企业。

风险提示：行业竞争加剧风险，政策落地不及预期，食品安全风险，成本波动风险。

近期重点报告

2024年03月24日

博俊科技(300926)：冲压行业新秀，绑定龙头客户迎高速增长-买入-孙潇雅/王彬宇

复宏汉霖(02696)：产品持续放量，加速海外市场开拓-买入-杨松

伊之密(300415)：注塑机基本盘稳固，一体化压铸打开成长空间-买入-朱晔

中国移动(600941)：营收破万亿利润再创历史新高，持续提高股东回报-买入-唐海清/陈汇丰/王奕红/康志毅

非金属新材料：周内碳纤维板块受益低空经济，日本扩大海风范围-强于大市-鲍荣富/熊可为/朱晓辰

嘉实中国电建清洁能源REIT成立：周观REITs2024年3月第3周-吴开达

每周债市观察(20240324)：债市观察20240324-孙彬彬/隋修平/魏予陶

谁在买超长信用债？：固收信用周报-孙彬彬/孟万林/姜艺璇

如何看待和应对未来债市供给压力？：固收利率周报(2024-03-24)-孙彬彬/隋修平/魏予陶

2024年03月23日

361度(01361)：23年增速靓丽，电商高增，儿童表现亮眼-买入-孙海洋

能源开采：煤炭股波段运行节奏复盘及展望：2021-2024-强于大市-张樨樨

CD利率维持低位震荡：同业存单周度跟踪(2024-3-23)-孙彬彬/隋修平/朱宸翰

2024年03月22日

中国海油(600938)：2023年报：油气产量高增长，业绩符合预期-买入-张樨樨

金蝶国际(00268)：订阅优先、AI优先，V型反转逐渐明晰-买入-缪欣君

卡莱特(301391)：LED显示控制系统龙头，产品矩阵扩张引领增长-买入-缪欣君

食品加工：预制菜行业更新——六部门联合印发规范文件-强于大市-陈潇

金融工程：海外文献推荐 第282期-吴先兴/姚远超

经济偏强，表述偏鸽，后续怎么看？：美联储3月议息会议点评-孙彬彬/隋修平/马戎

2024年03月21日

汽车零部件渗透率数据跟踪——24M2：智能化趋势下，激光雷达/HUD/摄像头/电吸门渗透率提升-强于大市-孙谦

2024年03月20日

思摩尔国际(06969)：中国大陆市场收入或筑底，海外市场持续开拓！-买入-吴立/林逸丹

南网科技(688248)：消纳推动电网数智化加速，灵活性改造空间可观-买入-缪欣君/孙潇雅/王屹熙

名创优品(09896)：单季度营收、盈利能力均创历史新高！-买入-何富丽/曹睿/孔蓉/朱琳

理想汽车-W (02015): 盈利能力大超市场预期, 规模效应的利润弹性再次验证-买入-孔蓉/邵将

公用事业: 政府授权合约是什么? 如何执行? -强于大市-郭丽丽/王钰舒

白酒: 24年春节仍存三大超预期点-强于大市-吴立/何宇航/唐家全

天风总量每周论势 (2024-03-20): 天风总量每周论势 (2024-03-20) -孙彬彬/宋雪涛/吴先兴/吴开达

2024年03月19日

齐心集团 (002301): 专注政企采购服务, 经营优化, 规模效应有望释放-买入-孙海洋/缪欣君/张彤

爱美客 (300896): 复苏时代强者恒强, 看好龙头平台化思路延续兑现-买入-何富丽/耿荣晨/杨松

有色金属: 巴库塔钨矿或于25年开启商业化生产, 把握24年钨投资窗口-强于大市-刘奕町/曾先毅

数据研究·专题: 新能源汽车景气度跟踪: 车企D有望创历史新高, 车企J新车订单回落-孙谦/曹雯瑛/邵将

2024年03月18日

新秀丽 (01910): 全球旅游复苏, 核心品牌收入增长-买入-孙海洋

国防军工: 2024航空航天与防务投资策略面向武器装备跨越式发展, 迎接新一轮采购周期-强于大市-王泽宇/杨英杰

300城经济财政数据怎么样? : 城投数据追踪-孙彬彬/孟万林

工增消费超预期, 地产不改弱势: 固定收益点评-孙彬彬/隋修平

通胀数据指向的美股线索: 海外与大类周报-吴开达

天风证券研究所

策略研究研究团队

吴开达 S1110524030001 wukaida@tfzq.com
 崔杨杨 S1110118050044 cuiyangyang@tfzq.com
 吴黎艳 S1110520090003 wuliany@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com
 朱光硕 S1110122120018 zhuguangshuo@tfzq.com
 王彬宇 S1110523070005 wangbinyu@tfzq.com
 高鑫 S1110523080001 gaoxin@tfzq.com

电子元器件研究团队

潘暕 S1110517070005 panjian@tfzq.com
 骆奕扬 S1110521050001 luoyiyang@tfzq.com
 刘奕司 S1110523110004 liyisia@tfzq.com
 程如莹 S1110521110002 chengrying@tfzq.com
 许俊峰 S1110520110003 xujunfeng@tfzq.com
 俞文静 S1110521070003 yuwenjing@tfzq.com
 包恒星 S1110122070022 baohengxing@tfzq.com

纺织和服装研究团队

孙海洋 S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com
 张彤 S1110123110018 zhangtong@tfzq.com

非金属类建材研究团队

林晓龙 S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com

非银行金融研究团队

杜鹏辉 S1110523100001 dupenghui@tfzq.com

固定收益研究团队

孙彬彬 S1110516090003 sunbinbin@tfzq.com

马戎 S1110123070014 marong@tfzq.com
 孟万林 S1110521060003 mengwanlin@tfzq.com
 朱宸翰 S1110122040027 zhuchenhan@tfzq.com
 姜艺璇 S1110122070027 jiangyixuan@tfzq.com
 隋修平 S1110523110001 suixuping@tfzq.com
 魏予陶 S1110123020003 weiyutao@tfzq.com

海外研究研究团队

孔蓉 S1110521020002 kongrong@tfzq.com
 杨雨辰 S1110521110001 yuchenyang@tfzq.com
 王梦恺 S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com
 曹睿 S1110523020003 caorui@tfzq.com
 李泽宇 S1110520110002 lizeyu@tfzq.com

宏观经济研究团队

宋雪涛 S1110517090003 songxuetao@tfzq.com
 向静姝 S1110520070002 xiangjingshu@tfzq.com
 张伟 S1110522080003 zhangweib@tfzq.com
 孙永乐 S1110523010001 sunyongle@tfzq.com
 林彦 S1110522100002 linyan@tfzq.com

环保公用研究团队

郭丽丽 S1110520030001 guolili@tfzq.com
 胡冰清 S1110122070020 hubingqing@tfzq.com
 王钰舒 S1110122070029 wangyushu@tfzq.com
 裴振华 S1110122010052 peizhenhua@tfzq.com
 赵阳 S1110122070034 zhaoys@tfzq.com

基础化工研究团队

唐婕 S1110519070001 tjie@tfzq.com
 张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com
 郭建奇 S1110522110002 guojianqi@tfzq.com
 邢颜凝 S1110523070006 xingyanning@tfzq.com

机械研究团队

朱晔 S1110522080001 zhuye@tfzq.com
 张钰莹 S1110523080002 zhangyuying@tfzq.com

计算机研究团队

缪欣君 S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com
 刘鉴 S1110123010013 liujianb@tfzq.com
 王屿熙 S1110524010001 wangyuxi@tfzq.com

家电研究团队

孙谦 S1110521050004 sunqiana@tfzq.com
 宗艳 S1110522070002 zongyan@tfzq.com
 赵嘉宁 S1110122070006 zhaojianing@tfzq.com

建筑工程研究团队

鲍荣富 S1110520120003 baorongfu@tfzq.com
 王雯 S1110521120005 wangwena@tfzq.com
 王涛 S1110521010001 wangtao@tfzq.com
 朱晓辰 S1110522120001 zhuxiaochen@tfzq.com
 任嘉禹 S1110122060036 renjiayu@tfzq.com
 熊可为 S1110523120001 xiongkewei@tfzq.com

交通运输研究团队

陈金海 S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com
 徐君 S1110522110001 xujuna@tfzq.com
 邹嫚 S1110122110011 zouman@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
 祇飞跃 S1110520120001 difeiyue@tfzq.com
 王喆 S1110520060005 wangzhe@tfzq.com
 何青青 S1110520080008 heqingqing@tfzq.com
 韩乾 S1110522100001 hanqian@tfzq.com
 姚远超 S1110523070007 yaoyuanchao@tfzq.com
 王鹏飞 S1110123050001 wangpengfei@tfzq.com

金属与材料研究团队

刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
 陈凯丽 S1110123060019 chenkaili@tfzq.com
 曾先毅 S1110122060014 zengxianyi@tfzq.com

军工研究团队

王泽宇 S1110523070002 wangzeyu@tfzq.com
 杨英杰 S1110523090001 yangyingjie@tfzq.com

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

能源开采研究团队

张樨樨 S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com
 纪有容 S1110122080057 jiyourong@tfzq.com

农林牧渔研究团队

吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
 陈潇 S1110519070002 chenx@tfzq.com
 林逸丹 S1110520110001 linyidan@tfzq.com
 陈炼 S1110121030020 chenlian@tfzq.com

汽车研究团队

邵将 S1110523110005 shaojiang@tfzq.com
 郭雨蒙 S1110123120005 guoyumeng@tfzq.com

轻工造纸研究团队

尉鹏洁 S1110521070001 weipengjie@tfzq.com
商贸零售&社会服务业研究团队
 耿荣晨 S1110123070048 gengrongchen@tfzq.com
 何富丽 S1110521120003 hefuli@tfzq.com
 朱琳 S1110122030050 zhulinb@tfzq.com

生物医药研究团队

杨松 S1110521020001 yangsong@tfzq.com
 张雪 S1110521020004 zhangxue@tfzq.com
 曹文清 S1110523120003 caowenqing@tfzq.com
 李慧瑶 S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com

食品饮料研究团队

唐家全 S1110523110003 tangjiacuan@tfzq.com
 何宇航 S1110523090002 heyuhang@tfzq.com
 谢文旭 S1110122010004 xiewenxu@tfzq.com

数据研究院研究团队

黄海利 S1110522090003 huanghai@tfzq.com
 曹雯瑛 S1110523070001 caowenying@tfzq.com

通信研究团队

唐海清 S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com
 林竑皓 S1110520040001 linhonghao@tfzq.com
 王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
 余芳沁 S1110521080006 yufangqin@tfzq.com
 陈汇丰 S1110522070001 chenhuifeng@tfzq.com
 康志毅 S1110522120002 kangzhiyi@tfzq.com

银行研究团队

刘杰 S1110523110002 liujiea@tfzq.com

中小市值研究团队

卢雨婷 S1110116100075 luyuting@tfzq.com
 戴飞 S1110520060004 daifei@tfzq.com
 林毓鑫 S1110122070077 linyuxin@tfzq.com

资产配置研究团队

惠政宝 S1110521070004 huizhengbao@tfzq.com

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com