

宏观经济分析

宏观经济分析

股债商均弱，亟待政策维稳

市场消息

疫情与稳增长是当前市场关注的重点，周末北京爆发疫情再度打击经济预期，股市和商品市场因而下挫，而人民币汇率也大幅贬值，国内资本市场呈现股债商三杀的局面。

4月26日，A股三大指数冲高回落，截至收盘，上证指数跌1.44%；深证成指跌1.66%；创业板指跌0.85%。从板块来看，大消费和建筑涨幅居前，房地产政策延续宽松，房地产板块受到提振，赛道股和周期股则大跌。债市方面，10年国债活跃券收益率开盘一度上行，随后小幅回落保持震荡到收市。全天来看，10年国债活跃券收益率上行约1个BP，期货主力合约跌约6分。国内商品期货多数收跌，玻璃跌超5%，纯碱跌超3%。白天交易时间，黑色商品出现调整，或受经济下行预期加重所致。

26日晚间，中央财经委员会召开第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题和党的十九大以来中央财经委员会会议决策部署落实情况，释放了新一轮的稳增长信号，黑色系商品因而走高。

后市展望

近期经济预期转弱，稳增长政策力度不足，叠加外围不确定性增强，市场信心受到了明显打击，股债商三杀，股市各板块均继续大幅走弱。短期来看，地缘政治、国内疫情的走势、稳增长政策的落地以及美债上行的幅度都有一定的变数，建议跟踪观望，灵活应对。低估值依然相对占优，但结构性分化或许进入中后期。国债收益率可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间，接下来的政治局会议是关键。

(分析师：韦志超，执业证书编号：S0110520110004)

重点行业观察

医药行业

金城医学：业绩靓丽，常规业务持续高速增长

事件

4月26日，金城医学发布2021年报及2022一季报，2021年公司实现营业收入119.43亿，同比增长44.88%，归母净利润22.20亿，同比增长47.03%；扣非净利润21.89亿元，同比增长50.18%。2022Q1公司实现营业收入42.51亿元，同比增长58.70%；归母净利润8.50亿元，同比增长58.00%。

点评

传统业务稳中有进，客户结构持续优化。2021年，公司重点产品业绩保持稳健增长，其中血液疾病诊断业务同比增长31.90%，神经与临床免疫诊断业务同比增长38.21%，实体肿瘤诊断业务同比增长45.87%，均呈现高质量发展趋势，推动公司收入规模与盈利能力进一步增强。公司的合作客户总数持续增长，月均活跃客户数量稳中有增，公司客户结构进一步优化，其中，三级医院合作家数进一步增加，三级医院客户收入占比（扣除新冠）进一步提升至35.86%，销量增长远高于其他客户群体，带动公司整体业务向高端层次发展。

合作共建业务高速发展，运营项目数量持续增加。公司合作共建实验室业务增长迅速，成为医检业务增长重要动力。2021年，公司运营共建项目670个，新拓展项目150余个，客户结构持续优化，二/三级医院数量占比提升至80%，贡献业务占比85%。同时，公司积极响应分级诊疗、医联体医共体建设、区域检验结果互认等政策要求，深入推广城市医联体、县域医共体、城市社区等区域检验中心共建服务模式，共建检验病理中心项目400余个，服务辐射基层医疗机构超2000家，提高了医疗机构诊疗能力及区域服务能力。

创新服务模式，构建疾病防治新生态。公司“医-药-检”的新生态圈建设进一步深化，与辉瑞、吉利德在感染领域“诊疗一体化”方面达成战略合作，项目覆盖近30万患者，为全国近800家医院赋能。在互联网大健康领域，将前沿、精准的医学检验项目转化成为C端健康监测产品，并在小红书、微信视频号、新浪微博等主流新媒体上宣传发布。全年发布信息超过6000万次，打造出第一个销量过百万的C端爆品，在天猫“专业检查”类目蝉联行业第一。在创新支付领域，公司开创了商业健康险“癌症风险管理+保险”新模式，与前海再保险和华瑞同康共同推进肿瘤早筛与商业健康险的创新融合；以TK1检测加入政府牵头的惠民保，在南京、重庆、辽宁落地试点，助力国家形成多层次医疗保障体系。

（研究员：李志新，执业证书编号：S0110520090001）

纺织服装行业

富安娜 2021 年年报及 2022 年一季报点评：经营稳健韧性凸显，业绩高质量增长值得期待

事件

公司发布2021年年报及2022年一季报，全年实现营业收入31.79亿元，同比+10.62%；实现归母净利润5.46亿元，同比+5.69%；拟每10股派发现金红利6元。22Q1公司实现营业收入6.71亿元，同比+6.84%；实现归母

净利润 1.05 亿元，同比 +13.82%。

点评

全年收入稳健增长，22Q1 疫情下渠道韧性凸显。分渠道看，2021 年公司直营/加盟/电商/团购渠道分别实现收入 7.7/8.1/13.2/1.8 亿元，分别同比 +10.4%/+5.1%/+16.6%/-9.2%。全年公司直营/加盟渠道分别净开店 33/26 家至 470 家/1055 家，疫情下拓店步伐稳健；电商规模较快增长主要由于（1）产品升级及结构优化，以优质中高端产品吸引高客单人群、提升复购率；（2）柔性供应链管理下产品运营效率提升。22Q1 分渠道看，直营/加盟/电商/团购分别实现营收 1.8/1.4/2.9/0.39 亿元，同比 +4.2%/+16.2%/+8.1%/-8.2%，疫情持续影响下各渠道稳健增长，凸显韧性。

短期因素影响净利率水平，营运质量改善。若剔除会计准则影响，2021 年公司毛利率 +1.1pct 至 52.1%，其中直营/加盟/线上毛利率分别 +2.3/-1.1/+1.1pcts 至 46.2%/65.3%/50%。销售/管理/研发费用率分别 -0.6/+0.5/-0.1pct 至 23.1%/4.8%/2.4%，管理费用率上升主要由于公司实行股权激励。受所得税率提升及公允价值变动影响，净利率 -0.8pct 至 17.2%。2021 年末存货规模 8.1 亿元，同比 +7.3%，存货周转天数 -30 天至 186 天，应收账款周转天数 -4 天至 24 天，公司通过各渠道精细化管理推动营运质量改善。经营性现金流量净额同比 +16.3% 至 7.7 亿元，资金充裕。

渠道精细化运营和产品力升级驱动品牌力提升。渠道端看，2021 年公司完成 ERP 优化改造库存一体化项目，统一全渠道库存，提升零售管理效率；加强加盟商账期管理，维持渠道健康发展，22 年加盟渠道预计加快开店步伐。产品端看，报告期内公司围绕材料和设计创新实现产品力升级，例如推出保湿美肤家纺产品、季节性产品、睡眠人体工学产品等。

（研究员：陈梦，执业证书编号：S0110521070002）

电子行业

紫光国微：公司 Q1 净利润同比增长 64.76%，研发项目持续落地

事件

公司发布 2022 年 1 季度业绩报告。公司 2022Q1 年实现收入 13.41 亿元 (+40.83%)，实现归母净利润 5.30 亿元 (+63.91%)，实现扣非归母净利润 5.07 亿元 (+64.76%)。基本 EPS 为 0.87 元，加权平均 ROE 为 7.07%，公司盈利能力显著提升。

点评

销售规模增长迅猛，产业项目持续落地。2022 年第一季度，公司应收账款为 29.87 亿元，较期初增加 25.93%，系集成电路业务销售规模提升所致。同时，公司固定资产账面价值为 34.23 亿元，较期初增加 39.99%，主要系石英晶体频率器件业务产线项目达到预定可使用状态由在建工程转入固定资产所致。公司销售规模不断扩大，随着新一批产线投入使用，公司相关产业项目带来的营业收入有望持续增长。

半导体产业需求旺盛，公司研发项目落地保证未来业绩增长。随着半导体市场的持续活跃和需求的快速增长，目前整体供应链面临一定压力。但随着上游产能的提升以及公司晶圆代工环节的产能缓解，未来有望迎来新放量。目前公司产品谱系逐渐完善，中端低端系列谱系已完备，在开发高端系列的新产品，同时会进一步拓展应用领域。重大研发工作逐步收尾，以产品优化完善工作为主，研发投入会减少。随着产品品类增加、客户领域拓展，预计收入继续保持高速增长，预计盈利情况会更加改善。

疫情影响较小，业务有序展开。目前公司主要业务集中在北京、深圳和河北省唐山市，核心供应商和客户基本不涉及近期疫情严重的地区，目前来看影响有限。部分涉及短期管控的情况，公司会尽力协调，经营活动基本正常开展。同时，公司特种芯片业务持续迭代，车载智能安全芯片持续出货，未来业务预计有序展开。

(分析师：何立中，执业证书编号：S0110521050001)

机械军工行业

宏达电子：非钽电容业务高速增长，积极扩产为未来业绩筑基。

事件

近日，公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报，公司 2021 年实现营业收入 20.00 亿元，同比增加 42.79%；归母净利润 8.16 亿元，同比增加 68.68%。2022Q1 公司实现营业收入 4.29 亿元，同比增加 13.09%；归母净利润 1.76 亿元，同比增加 2.69%。

点评

钽电容器业务稳步提升，非钽业务营收占比不断增加。2021 年，公司钽电容器业务营收 11.70 亿元，同比增加 36.47%；非钽电容业务收入 8.30 亿元，同比增加 52.77%，营收占比 41.51%，同比增加 2.71pct。公司非钽电容业务主要用于解决电子元器件及微电路模块的国产替代难题，由于贸易摩擦，为保持供应链稳定，下游客户对国产电子元件需求强烈。公司近年来大力发展非钽电容业务模块，该模块过去三年营收复合增速高达 91.01%，未来有望成为公司业绩主要增长点。2021 年公司整体毛利率为 68.73%，同比微降 0.43pct；2022Q1 毛利率 70.75%，同比增加 0.52pct。

期间费用率明显下降，研发费用率增加。公司期间费用率 19.79%，同比下降 6.43pct。其中销售费用率 8.58%，同比减少 4.21pct；管理费用率 5.03%，同比减少 2.71pct。研发费用同比增加 51.87%，研发费用率同比增加 0.37pct。公司在 2021 年开展了 33 项科研项目，不断加大新产品开发力度，成功研制出了高能混合钽电容器和高分子钽电容器等新一代的钽电容器，并率先开拓出该品类市场及实现大规模量产能力。未来越来越多的新产品陆续投入市场，将公司业绩增长增添动力。

经营活动现金流明显改善，存货大幅增长。公司经营活动现金流净额 5.26 亿元，同比增长 104.77%，主要系公司产品销售收入大幅增长，应收账款回款及商业汇票到期收款增加所致。2021 年公司存货 8.29 亿元，较期初增加 44.58%，增长表明下游需求旺盛，公司积极备货。

响应下游需求扩张，募投资金用于提升产能。2021 年公司募集资金 9.94 亿元用于微波电子元器件生产基地建设项目、研发中心建设项目和补充流动资金。其中微波电子元器件生产基地计划投入 6.20 亿元，用来提升包括陶瓷电容器及环形器、隔离器等产品产能。项目建成后，将大幅改善公司现有产能饱和的状态，公司营收有望大幅增加。

(分析师：曲小溪，执业证书编号：S0110521080001)

建材行业

南玻 A (000012.SZ) 2021 年年报点评：浮法和电子玻璃创佳绩，减值拖累下业绩仍实现高增

公司发布 2021 年年报。2021 年公司实现营收 136.29 亿元 (+27.72%)，报告期内累计计提资产减值准备约 11.36 亿元，资产减值后仍实现归母净利润 15.29 亿元 (+96.24%)，扣非归母净利润 14.40 亿元 (+166.59%)。2021Q4 实现营收 33.82 亿元 (+5.60%)，归母净利润 0.19 亿元 (-62.86%)，扣非归母净利润-0.26 亿元 (-80.21%)。

浮法价格高景气和电子玻璃销量增加助力公司业绩实现高增长。2021 年，玻璃产品（浮法、光伏、工程）实现营收 110.70 亿元 (+27.10%)，营业成本 70.68 亿元 (+18.24%)，毛利率 36.15% (+4.78pct)。其中，浮法玻璃营收和净利润较上年同期增加 47%、170%，主要受益于价格上涨、公司储备原材料对冲采购成本和高附加值差异化产品比重持续提升；光伏玻璃较上年同期营收持平，净利润下降 38%，主要受光伏装机增长不及预期，光伏玻璃新产能陆续投放等因素影响，光伏玻璃价格同比回落，同时公司加快推进凤阳（4 条日熔量为 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线）、咸宁（一条日熔量 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线）光伏玻璃项目建设、东莞光伏玻璃产线改造升级，预计在 2022 年二季度起分批逐步点火投入运行。在建项目全部达产后，公司光伏玻璃年产能将大幅跃升，跻身行业第一阵营；工程玻璃业务收入同比增长 24%，利润同比下降 76%，销量 3950 万平方米 (+14.79%)，主要受原片等综合成本大幅上涨以及计提坏账准备约 1.03 亿元等影响。电子玻璃及显示器件产品业务营收 18.98 亿元 (+74.57%)，营业成本 12.32 亿元 (+63.09%)，电子玻璃销量 27.32 万吨 (+373.88%)，电显板块实现了营业收入 18.98 亿元 (+75%)，主要受益于高铝二代（KK6）在国内高端品牌客户中大量使用、高铝二代升级产品 KK6-P 顺利产业化、清远南玻二期“一窑两线”项目经营情况良好等；太阳能及其他产品业务营收 10.79 亿元 (+9.08%)，但因对宜昌南玻、东莞光伏两家企业资产计提减值约 7 亿元后净利润为-6.72 亿元。计提减值短期虽影响营收和利润，但长期有助于业务结构优化，有利于公司长期发展。公司目前通过持续“降本增效”及销售政策调整，利用集团产业链优势采取灵活的原材料库存储备策略，预计未来原材料价格波动影响将进一步缩小，营收与利润将保持良好增长。

工程玻璃和电子玻璃产能持续扩张，未来市场竞争力进一步提升。工程玻璃产能方面，肇庆基地以及天津扩产项目产能正逐步释放，吴江工程玻璃智能工厂、合肥节能玻璃智能制造产业基地及咸宁工程生产线改扩建项目正按计划推进实施，西安基地项目前期筹备工作基本就绪将于年内启动建设。随着新建产能的逐步建成及投放，产品服务能力和市场占有率将持续提升。电子玻璃方面，公司获批新建一条日熔量为 110 吨的超薄电子玻璃生产线及配套研发中心和清远南玻一期升级改造项目，两个项目建成后，南玻电子玻璃将实现从三代高铝到中铝、钠钙，高中低端各类应用场景电子玻璃产品领域的全面覆盖，形成更加巩固的市场竞争基础。

投资建议：2021 年公司玻璃产品业务增速亮眼，尤其是浮法玻璃和电子玻璃创历史最佳业绩。计提减值短期影响太阳能及其他产品业务营收及利润，但长期看有利于业务结构优化。公司坚持“擦亮三块玻璃、打造一个品牌”的发展策略，持续加大技术研发实力，竞争优势不断增强，业绩有望实现稳定增长。预计 2022-2024 年，公司营收分别为 165.05、196.26、208.07 亿元，归母净利润分别为 19.14、22.17、23.65 亿元，对应 PE 分别为 9.92、8.56、8.02 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：项目投产不及预期，地产竣工需求减弱，原材料价格上涨，疫情反复等。

（分析师：王嵩，执业证书编号：S0110520110001；联系人：焦俊凯）

环保与公用事业行业

华能水电年报发布

事件

近日，华能水电发布年报，公司 2021 全年实现营业收入 202.02 亿元，同比 +4.93%；实现归母净利润 58.38 亿元，同比 +20.75%，扣非后归母净利润 56.3 亿元，同比 +17.74%。

点评

流域来水偏枯，导致发电量下降。2021 年澜沧江流域来水总体大幅偏枯，其中乌弄龙、小湾、糯扎渡断面年累计来水同比分别偏枯 15.9%、13.9% 和 14.4%，导致澜沧江流域漫湾及以上电站年发电量同比减少。公司 2021 年全年完成发电量 943.96 亿千瓦时，同比减少 3.25%，上网电量 937.07 亿千瓦时，同比减少 3.25%。

市场化交易量价齐升，公司营收逆势上涨。公司云南省市场化交易电价提升，2021 年公司综合结算电价（含税）0.241 元/千瓦时，同比提高 0.018 元/千瓦时。而市场化交易电量与电价实现同比提升，且市场化交易电量占公司发电量的权重较大，致使公司营业收入在来水偏枯情况下逆势增长。

管理水平不断提升，经营指标持续优化。公司严控带息负债规模，年末带息负债余额较年初减少 37.78 亿元，同时持续优化债务结构，通过低利率资金提前置换高利率存量带息负债等方式有效降低融资成本，全年节约财务费用 4.91 亿元。公司本年累计发生财务费用 33.75 亿元，同比减少 12.70%；资产负债率 58.78%，降至历史最低；用好用足减税降费和优惠政策，全年争取税收优惠 4.22 亿元。

全面推动清洁能源基地建设。西藏澜沧江清洁能源基地建设换挡提速，如美水电站完成实物指标调查，左右岸公路等 9 个项目开工建设，营地主体结构完成施工；昂多等 5 个战略性光伏项目可研工作深入推进，澜沧江云南段风光水储多能互补基地建设全力推进。2021 年完成新能源核准（备案）386.8 万千瓦，开工建设 99 万千瓦。未来，公司将以落实“基地型、集约型、互补型”清洁能源基地开发为主要路径，坚持增量以绿色能源为主体，全力推进水电与新能源并重发展。2022 年，公司拟计划投资 50 亿元发展新能源项目，计划新开工项目 15 个，拟投产装机容量 130 万千瓦。

（分析师：邹序元，执业证书编号：S0110520090002）

主要市场数据

表 1: 全球主要市场指数

指数名称	收盘点位	日涨跌幅 (%)	近 5 日涨跌幅 (%)	近 1 月涨跌幅 (%)	近 1 年涨跌幅 (%)
上证指数	2886.43	-1.44	-6.28	-10.14	-16.12
深证成指	10206.64	-1.66	-7.92	-15.46	-28.25
沪深 300	3784.12	-0.81	-5.30	-9.35	-25.47
科创 50	868.07	-1.84	-9.36	-21.57	-33.98
创业板指	2150.51	-0.85	-7.00	-18.48	-27.58
恒生指数	19934.71	0.33	-3.61	-6.87	-31.15
标普 500	4296.12	NaN	-2.22	-5.44	2.59
道琼斯工业指数	34049.46	NaN	-2.14	-2.33	0.20
纳斯达克指数	13004.85	NaN	-1.29	-8.22	-8.02
英国富时 100	7386.19	0.08	-3.17	-1.30	6.08
德国 DAX	13775.77	-1.07	-5.01	-3.70	-9.94
法国 CAC40	6414.57	-0.54	-4.48	-2.12	2.22
日经 225	26700.11	0.41	-3.10	-5.15	-8.33
韩国综合指数	2668.31	0.42	-2.20	-2.26	-17.07
印度 SENSEX30	57356.61	1.37	-0.96	-0.01	18.54
澳洲标普 200	7329.30	-1.93	-3.47	-1.04	4.03

数据来源: Wind, 首创证券研究发展部

表 2: 国际商品期货及相关指数

	收盘价或点位	日涨跌幅 (%)	近 5 日涨跌幅 (%)	近 1 月涨跌幅 (%)	近 1 年涨跌幅 (%)
COMEX 黄金	1906.40	0.55	-2.15	-2.45	7.10
COMEX 白银	23.55	-0.51	-4.35	-8.06	-10.15
ICE 布油	104.87	2.65	-3.19	-10.65	59.74
NYMEX 原油	101.71	3.22	-2.00	-10.70	64.29
NYMEX 天然气	7.01	3.07	0.82	25.00	144.05
LME 铜	9800.00	0.32	-4.72	-4.55	0.50
LME 铝	3080.00	-0.34	-6.61	-14.56	28.15
LME 锌	4194.00	0.61	-5.75	3.14	43.88
CBOT 大豆	1671.00	-0.25	-2.82	-2.29	8.56
CBOT 小麦	1095.00	2.10	1.72	-0.66	48.07
CBOT 玉米	802.25	0.53	0.88	6.40	22.02
波罗的海干散货指数	2356.00	NaN	5.23	-7.39	-16.10
生猪指数	17953.55	0.05	4.41	19.30	-33.50

数据来源: Wind, 首创证券研究发展部

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

		评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%~15% 之间
		中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%~5% 之间
		减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
		中性	行业与整体市场表现基本持平
		看淡	行业弱于整体市场表现