

2023 年 06 月 30 日

晨会纪要

研究所
证券分析师：余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

晨会纪要

——2023 年第 72 期

观点精粹:

■ 最新报告摘要

- 粤电力 A(000539.SZ)深度报告：火电修复+绿电成长，广东电力龙头业绩拐点已至--粤电力 A/电力 (000539/214101) 公司 PPT 报告
- 收购规模超预期，增厚利润 0.7 亿元--宏川智慧/物流(002930/214208) 点评报告
- 选股策略的重构：多策略的配置方案演绎--金工 PPT（深度研究）
- 日历效应和宏观指标背后的债券市场定价逻辑——固收定量研究系列（二）--金工 PPT（深度研究）
- 吉祥航空(603885.SH)深度报告：双品牌双枢纽布局，阿尔法与贝塔兼备 -- 吉祥航空/航空机场 (603885/214210) 公司 PPT 报告

1、最新报告摘要

1.1、粤电力 A(000539.SZ)深度报告：火电修复+绿电成长，广东电力龙头业绩拐点已至--粤电力 A/电力(000539/214101) 公司 PPT 报告

分析师：杨阳 S0350521120005 联系人：钟琪 S0350122020016

粤电力是广东装机规模最大的电力公司，实际控制人为广东省国资委。截至 2022 年末，公司煤电/气电/水电/风电/光伏控股装机量分别为 20.6/6.4/0.1/2.3/0.2GW。2022 年公司归母净利润为-30.04 亿元，其中，煤电/气电/新能源/本部投资业务分别为-39.5/1.9/3.3/10.4 亿元，2023Q1 公司归母净利润 0.88 亿元，扭亏为盈，主要是因为公司平均上网电价同比+8.56%。

煤电：业绩有望逐季改善，新增装机注入成长动力。

短期：成本向下，电价向上，业绩有望逐季改善。伴随着欧洲天然气危机缓解，国际动力煤需求回落。2023 年 3 月以来，国内外煤价持续下行。2023 年 6 月初进口煤 3800 大卡投标价已低至 500 元/吨（对应标煤单价 921 元/吨）。电煤需求偏弱背景下，港口高库存+进口煤价格优势明显，国内煤价持续下行。2023 年 6 月 2 日，秦皇岛港 5500 大卡煤价已下降至 795 元/吨，较年初降幅 34%。展望 Q3，西南地区来水有望好转，火电边际需求同比有望减弱，电煤需求或将保持偏弱态势，保障火电盈利。据公司公告，截至 2023 年 4 月末，公司进口煤占比约 5 成，2023 年煤价下行背景下，高进口煤占比有望提升，增加公司业绩弹性。此外，广东 2023 年火电中长期成交价较燃煤基准价涨幅达 19.6%（2022 年涨幅仅 7%），有望进一步疏导煤价成本。

中期：公司规划“十四五”煤电新增装机 6GW，我们预计电量 CAGR3=10.6%。截至 2022 年底公司煤电装机 20.6GW，按照公司规划，预计 2023-2025 年还将投产 6GW 项目，则 2025 年底公司煤电装机有望达 26.6GW。保守假设利用小时数为 4000h，则公司 2025 年煤电发电量有望达 1266 亿千瓦时，我们预计电量 CAGR3=10.6%。新能源：2022-2025 年收入 CAGR 或达 53%。硅料价格下行背景下，公司光伏收益率有望提升；此外，广东 2023 年海风竞配方案已出，电价不作为竞配因素，绿电收益有望回归至合理区间，公司海风收益率有望得到保障。公司“十四五”规划新增新能源装机 14GW，其中陆风/海风/光伏分别为 1.6/2.8/9.6GW。假设公司完成“十四五”装机规划，得 2025 年公司新能源业务收入或达 95 亿元，CAGR 3=52.9%，其中，海风/陆风/光伏收入 44.3/23.0/28.1 亿元，风电业务 2022-2025 年 CAGR 3=36%。

投资建议：短期来看，公司火电业绩有望逐季改善，中长期来看，煤电装机+绿电转型有望注入成长动力。考虑到煤价超预期下跌，我们上调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 27.9/34.5/45.7 亿元，PE 分别为 14/11/8 倍。维持“买入”评级。

风险提示：政策变动风险；电力需求不及预期；电价下滑；煤价大幅上涨；装机不及预期；装机成本下降不及预期；测算存在主观性，仅供参考。

1.2、收购规模超预期，增厚利润 0.7 亿元--宏川智慧/物流(002930/214208) 点评报告

分析师：许可 S0350521080001 分析师：周延宇 S0350521090001 分析师：钟文海 S0350523050003

事件：

宏川智慧发布关于筹划重大资产重组的提示性公告：

- 1、广东宏川智慧物流股份有限公司（以下简称“公司”或“上市公司”）拟以现金方式收购南通御顺能源集团有限公司（以下简称“南通御顺”）及南通御盛能源有限公司（以下简称“南通御盛”）全部 100%股权，资金来源为上市公司自有资金及银行贷款，不涉及上市公司发行股份。
- 2、交易完成后，公司将通过直接持有南通御顺和南通御盛 100%股权而间接持有易联能源（南通）有限公司（以下简称“易联南通”）100%股权；
- 3、交易完成后，公司将拥有易联南通所有的土地使用权、码头岸线、房产、74 座储罐（罐容总计约 62 万立方米）以及前述资产相关附属设施；
- 4、本次交易预计将构成重大资产重组，目前尚处于筹划阶段，交易协议和交易方案仍需进一步论证和沟通协商。

投资要点：

拟收购核心优质资产，加强仓储基地集群效应

本次收购标的为南通御顺 100%股权和南通御盛 100%股权，核心资产为 74 座储罐（罐容总计约 62 万立方米）以及前述资产相关附属设施（码头岸线 286 米，码头前沿水深常年-15 米，可靠泊六万五千吨以下的船舶），该库区具备原油、汽油、煤油、柴油、燃料油、石脑油、基础油、二甲苯、醇类、芳烃、MTBE 等 28 个石化产品的储存中转服务资质，整体资产质量优质。

根据我们测算，本次收购完成后，公司总罐容将达 406 万立方米（按持有比例加权计算），较之前增加 18.02%。公司此前在南通市场通过南通阳鸿拥有 66 个储罐，约 47.5 万立方米罐容。本次收购对象是南通阳鸿在南通市场的主要竞争对手，整合完成后南通市场基本被公司垄断，同业竞争问题得以解决；公司仓储业务版图中的长三角区域仓储基地间的集群效应也得以加强，综合实力进一步提升。

账面充裕支撑现金收购，预计增厚利润 0.7 亿元

收购价格方面，目前公告披露信息较少。2013 年公司收购南通阳鸿的储罐单价约为 1339 元/立方米，若以单价 1300-1400 元/立方米计算，本次交易对价在 8.06-8.68 亿元。根据 2023 年一季报，公司货币资金 2.21 亿元，应收票据及应收账款 2.05 亿元，按照 1:1 配套银行贷款可以解决资金问题，收购后公司资产负债率略有上升。

收购完成后，若按照每年公司每立方米罐容营收 500 元、毛利率 65%、净利率 25%、出租率 85%计算，本次收购项目并表有望贡献年化收入 2.64 亿元、毛利 1.71 亿元、净利 0.66 亿元，占 2022 年净利润比重 27.15%。

收购体量超预期，定价能力有望提升

目前收购项目尚处于早期状态，收购节奏落地仍有不确定性。

此前我们预期公司今年收购体量为 30 万立方米，本次收购面积 62 万立方米超预期。同时南通库区地理位置优越、且收购可以解决同业竞争问题，有望持续提升公司在长三角地区的市场份额与定价能力。

盈利预测和投资评级 考虑今年化工景气度修复不及预期，我们调整了盈利预测。我们预计宏川智慧 2023-2025 年营业收入分别为 16.48 亿元、19.65 亿元与 23.38 亿元，归母净利润分别为 4.03 亿元、4.89 亿元与 5.97 亿元，对应 PE 分别为 26.45 倍、21.83 倍与 17.87 倍，维持“增持”评级。

风险提示 需求不及预期、生产事故、整合并购不及预期、商誉减值风险、重大政策变动、大规模自然灾害。

1.3、选股策略的重构：多策略的配置方案演绎--金工 PPT（深度研究）

分析师：熊颖瑜 S0350522030002 分析师：李杨 S0350522070001

市场风格切换下，不同策略表现差异大

复盘过去十年的 A 股表现，市场存在明显的风格切换，行情在价值、成长等风格中不断切换。周期角度，风格轮动存在一定的持续性，行情可以维持较长的时间。因此如果能抓住市场的风格机会，可以获得很好的业绩表现。单一风格驱动的选股策略能够比较好的适应其对应的市场风格并创造超额，但在其他环境下易产生回撤，不同风格策略间的有效配置可以较平稳的穿越各类市场环境。

差异化风格的选股策略

价值选股子策略的构建以赔率估值模型为基础，运用 PB-ROE 定价模型，叠加有效刻画价值股特征的分红因子筛选股票；传统新成长股的收益兑现的确定性不是很高，成长股子策略的构建主要是以预期增速高于一定阈值之上的股票，较高的增速带来较高收益兑现的确定性提升；优质成熟型公司通常具备较高的股本回报率、稳定且不受总体业务周期影响的盈利水平和较低的财务杠杆，高盈利质量策略的构建主要是在这部分企业里面获取更稳健的收益。困境出清的选股逻辑即从即将完成出清进入反转的行业中筛选预期营收增长最强势的 n 只股票等权构建组合。

多策略配置方案——最优投资组合和风险平价

四个子策略的驱动要素存在显著区别，各自适应的市场环境差异明显，我们将以上四个子策略进行多策略配置。主要是用到传统风险平价以及动量优化的风险平价。传统风险平价追求子资产对组合可以贡献均等的风险，核心要素即为子资产的风险指标。动量优化的风险平价是根据策略的波动与动量特征，适当放大缩小其对应风险贡献，即调高调低策略权重，放大“较优”策略的业绩贡献占比，提升配置效果。通过测算策略过去 n 日动量与未来一个月收益的相关性可见一定的期限结构规律。反转驱动的优化机构下短周期对配置结果的提升优于长周期因子。动量驱动更加偏长期，长动量的优化强于短动量。回测期自 2017 年 1 月 3 日至 2023 年 5 月 31 日，在长动量优化风险配置下，组合区间年化收益 17.12%，年化超额 17.18%，信息比率 2.15。

风险提示 若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期；报告中相关数据仅供参考；报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差。市场存在一定的波动性风险。

1.4、 日历效应和宏观指标背后的债券市场定价逻辑——固收定量研究系列

(二) --金工 PPT (深度研究)

分析师：熊晓湛 S0350521110004 分析师：李杨 S0350522070001

债券市场的半月效应：下半年表现明显优于上半年

根据对中债-国债总净价(7-10)年指数 (CBA00652.CS)的分析，我们发现债券市场存在半月效应，即国债指数下半月的收益明显高于上半月。这一效应在全区间、上涨市和下跌市中均显著存在，但在震荡市中效应较低。我们认为是流动性潮汐导致了这种现象的出现。

加入宏观经济信号的半月策略

针对半月效应以及我们对宏观指标的理解，我们在上半月和下半月分别构建了债券策略。在上半月利用宏观经济指标生成信号，构建宏观经济信号择时策略，而在下半月，我们持有多头并设置止损机制，构建下半月多头策略。将上述两个策略结合后，我们构建了加入宏观经济信号的半月策略。这一策略在 2009 年末至 2023 年 5 月末的回报表现明显优于基准。

结合半月效应和宏观信号的组合策略

我们设计了一个适合机构的策略方案。该方案将现货与期货相结合，通过持有中债-国债总财富(7-10)年指数 (CBA00651.CS)并根据信号持有不同仓位的国债期货空头。2015 年 3 月至 2023 年 5 月末，该组合策略表现良好，年化收益为 5.47%，最大回撤为 2.06%。

风险提示

本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期；报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差；市场存在一定的波动性风险；报告中结论均基于对历史客观数据的统计和分析，但过往数据并不代表未来表现。

1.5、吉祥航空(603885.SH)深度报告：双品牌双枢纽布局，阿尔法与贝塔兼备--吉祥航空/航空机场(603885/214210) 公司 PPT 报告

分析师：许可 S0350521080001 分析师：李跃森 S0350521080010 联系人：王航 S0350121100020

中国首批民营航司，双品牌驱动高成长

吉祥航空于 2006 年 9 月实现首航，2015 年正式登陆 A 股，旗下九元航空成立于 2014 年。作为中国首批民营航司，公司战略布局引领行业，通过双品牌实现了对干线航空市场高、中、低端的全覆盖，其中吉祥航空品牌以高性价比服务定位全服务赛道，九元航空品牌以最优成本结构定位低成本赛道。疫情前公司处于快速成长阶段，2015-2019 年 ASK 及 RPK 年均增速均超 20%，并于 2018 年 10 月引进首架宽体机。截至 2023 年 5 月，公司共运营飞机 113 架，其中吉祥航空 90 架（含 6 架 B787），九元航空 23 架。

坐拥沪广优质枢纽，实现航网高品质发展

双品牌双枢纽发展战略下，公司目前共设“两主两辅”运营基地。吉祥航空品牌(HO)围绕上海市场打造主基地，并设立南京、成都两大辅基地。九元航空品牌(AQ)则以广州白云机场为主运营基地，是除南航外唯一以广州为主基地的航司。依托沪广枢纽的优质区位优势，公司自身国内高收益航线占比领先，2023 夏秋航季一类、一二类机场互飞时刻占自身国内客运时刻比例达 28.66%，占比接近国航。国际航线方面，2019 年公司国际及地区航线 ASK 占比为 18.4%，近 8 成时刻投放于日本、泰国两大市场，并于 2019 年开始开拓洲际航线。

收益能力紧跟大航，成本管控接近春秋

公司采用差异化竞争策略，通过为客户提供超出票价水平预期的高性价比服务赢得客户的认可 and 市场份额，从而使座公里收益长期紧跟三大航。同时，公司奉行最优成本结构理念，通过年轻机队统一机型、精细规划专业运营、专注核心业务精简人员规模等方式，使公司 CASK、扣油 CASK 长期保持行业领先水平，2015-2019 年平均 CASK 和扣油 CASK 分别为 0.321 元、0.226 元，低于同期三大航均值 19.59%、19.95%，单位成本管控能力接近低成本航空龙头春秋航空。

恢复节奏行业领先，周期上行 α 与 β 兼备

疫前公司处于宽体机培育期，多重因素拖累短期业绩表现。疫后公司重回增长轨道，2023-2025 年预计机队年均增速为 9.40%，大幅领先行业平均水平。随着运营经验积累叠加洲际航线持续开拓，B787 机型日利用率及盈利能力也有望迎来双升。此外，优质的航线网络及宽体机队带来的运营优势，将助力公司在周期上行阶段充分受益行业红利。总体而言，公司 α 与 β 兼备。当下周期上行已经开启，吉祥航空业务恢复领先，期待暑运旺季表现。

盈利预测与投资评级：综合考虑公司业务量恢复进度及汇率波动，经审慎考虑，我们下调对公司 2023 年业绩预测，但维持 2024-2025 年业绩预测。预计 2023-2025 年营业收入分别为 206.58/272.42/281.57 亿元，归母净利润分别为 10.50/34.50/31.11 亿元，对应 2023-2025 年的 PE 分别为 32.46 倍、9.88 倍、10.96 倍。周期上行背景下，公司 α 与 β 兼备，维持“买入”评级。

风险提示：(1) 宏观层面，当下宏观经济弱复苏，下半年行业需求形势存在不确定性；同时油价和汇率的大幅波动，也将对公司业绩造成较大影响；此外疫情再度爆发，重大自然灾害等因素也应考虑在内；(2) 行业方面，重大政策变动影响行业发展，竞争格局恶化致使航司盈利能力下滑，发生航空事故导致需求受损；(3) 公司层面，公司旗下九元航空采用 B737 单一机型，目前 737MAX8 系列机型尚未恢复引进，或将导致机队引进计划不及预期；巨额增发导致股份被动大幅稀释等。

【分析师承诺】

余春生, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立, 客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐: 行业基本面向好, 行业指数领先沪深 300 指数;

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随沪深 300 指数;

回避: 行业基本面向淡, 行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3, 仅供符合国海证券股份有限公司(简称“本公司”)投资者适当性管理要求的客户(简称“客户”)使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证其中的信息已做最新变更, 也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考, 在任何情况下, 本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。