

2023年4月4日星期二

【东兴交运】中国国航：逐步恢复常态化运营，业绩将迎来显著修复 (20230403)

事件：公司发布 2022 年财报，实现营收 529.0 亿元，同比下降 29.0%，归母净利润-386.2 亿元，较 2021 年同期的-166.4 亿相比，亏损有明显扩大。

疫情冲击导致需求严重受损是亏损扩大主因：2022 年是疫情对航空业冲击最严重的一年。国航整体运力投放水平 (ASK) 仅相当于 19 年同期的 33.4% (21 年同期为 53.0%)，国内 ASK 仅相当于 19 年同期的 53.7% (21 年同期为 87.0%)；同时，22 年公司国内航线客座率降至 64%，较 21 年同期降低了 5.6 个百分点。在需求不振导致供给严重受限的情况下，公司飞机日利用率下降至 3.95 小时 (21 年为 6.28 小时，19 年为 9.72 小时)，严重低于正常水平。

成本方面，由于航空公司为重资产运营，固定成本占比较高，导致成本端下降远小于收入端下降。22 年公司扣除燃油后的营业成本较 21 年仅下降 7.8%。燃油成本方面，虽然 22 年燃油消耗明显低于 21 年，但由于油价上涨的原因，22 年燃油成本反而高于 21 年近 10%，进一步推高了成本。

公司未来 2 年飞机引进较为克制，收购山航后协同效应可期：年报披露公司 23 年计划引进飞机 28 架，退出 20 架，净增 8 架；24 年实际引进 41 架，退出 8 架，净增 33 架。公司 22 年末机队规模为 762 架，不考虑对山航的收购，那么公司 23-24 年合计飞机数量增长约 5.4%，飞机引进较为克制。

3 月 22 日公司取得山航集团控制权，山航集团与山航股份纳入并表。收购完成后，公司机队规模会提升至接近 900 架 (其中山航 130 余架)。收购有助于国航提升山东地区的市场份额，同时对日韩等短途国际航线市场进行补强，协同效应可期。

今年业绩将迎来显著修复，盈利弹性重点看国际航线复苏程度：随着疫情影响消退，航空业的业绩今年将迎来整体性的改善。国内航线方面，三大航运力投放皆已经超过 19 年同期水平，客座率也回升至 70% 以上，飞机基本的利用率得到保障。国际航线方面，目前短途国际航线率先复苏，长航线复苏稍缓，但也在有序重开。公司国际长航线在三大航中占比最高，可能导致业绩复苏进度略慢于其他航司，但由国际航线恢复而带来的盈利弹性也会高于其他航司。

盈利预测与投资建议：考虑到国际航线会以循序渐进的方式放开，今年大概率还无法完全恢复，我们以今年末国际航线运力投放恢复至 19 年同期 60% 左右，24 年末恢复至疫情前水平为基本假设对公司进行盈利预测。预计公司 2023-2025 年净利润分别为-12.5、80.1 和 102.7 亿元，对应 EPS 分别为-0.09、-0.55 和 0.71 元。鉴于基本面的显著改善，我们上调公司评级至“推荐”。

风险提示：民航政策变化；油价汇率大幅波动等

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,312.56	+0.49
深证成指	11,859.48	-0.25
创业板	2,421.65	-0.76
中小板	7,851.75	-0.46
沪深 300	4,103.11	0.31
香港恒生	20,274.59	-0.66
国企指数	6,875.47	-0.94

A 股新股日历 (本周网上发行新股)

名称	价格	行业	发行日
华曙高科	26.66	机械设备	20230404
旺成科技	5.53	机械设备	20230404
光大同创	58.32	电子	20230406
森泰股份	28.75	建筑材料	20230406
恒尚节能	15.90	建筑装饰	20230406
索辰科技	245.5	计算机	20230406
迪尔化工	3.98	基础化工	20230406
北方长龙	-	国防军工	20230407
硕中科技	-	电子	20230407
高华科技	-	电子	20230407

*价格单位为元/股

A 股新股日历 (日内上市新股)

名称	价格	行业	上市日
花溪科技	6.60	机械设备	20230406

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

【东兴传媒】快手-W：平台流量稳健增长，整体亏损将进一步降低(20230404)

事件：公司发布 2022Q4 及 2022 年度业绩公告。2022Q4，公司实现营业收入 282.9 亿元 (yoy+15.8%)，净亏损 15.5 亿元，经调整净亏损 0.45 亿元；2022 年，公司实现营业收入 941.8 亿元 (yoy+16.2%)，净亏损 136.9 亿元，经调整净亏损 57.5 亿元。

点评：

营收实现较快增长，加强发展线上营销与电商业务。2022 年，公司实现收入 941.8 亿元，同比增长 16.2%，按业务构成：1) 线上营销服务收入 490.4 亿元，同比增长 14.9%，主要由于平台流量增长、多元化产品组合及精细化运营，推动广告主数量及广告主投放增加，尤其来自电商商家的投放；2) 直播收入 353.9 亿元，同比增长 14.2%。主要由于平均月付费用户增长 19.4%，以及直播生态精细化运营；3) 其他服务(包含电商)收入 97.5 亿元，同比增长 31.4%，主要由于平台电商商品交易总额保持较快增长。2023 年，公司将加强发展线上营销与电商业务，提升变现能力，驱动公司营业收入保持较快增长。

国内业务经营利润转正，整体亏损将进一步降低。2022 年，公司销售成本 520.5 亿元，毛利率 44.7%，同比提升 2.7pcts，主要由于带宽费用及服务器托管成本减少；销售费用 371.2 亿元，销售费用率 39.4%，同比下降 15.1pcts，主要由于公司通过精细化运营实现用户获取及留存成本下降；管理费用 39.2 亿元，管理费用率 4.2%，相对稳定；研发开支 137.8 亿元，研发费用率 14.6%，同比下降 3.8pcts，主要由于减少雇员福利开支。2022 年，公司经营亏损 125.6 亿元，其中国内业务经营利润 1.92 亿元(2021 年亏损 86.8 亿元)，国外业务经营亏损 66.4 亿元(2021 年亏损 120.0 亿元)，未分摊项目亏损 61.1 亿元(2021 年亏损 70.3 亿元)。我们认为，经过降本增效措施，2022 年公司国内业务实现扭亏为盈。2023 年，公司国内与国外业务将继续提升开支效率，整体亏损进一步减少。

平台流量稳健增长，社区具有强大吸引力。2022 年四季度，快手平台平均日活 3.66 亿人，环比增长 0.8%；平均月活 6.4 亿人，环比增长 2.2%，日活用户日均使用时长 133.9 分钟，环比增长 3.6%。以上三个指标均创下历史新高，主要由于公司针对用户增长，采取算法优化个性化策略进行精细化运营。用户流量的稳健增长显示平台短视频及直播社区属性具有强大吸引力。

电商生态保持较快增长，持续提升人货匹配效率。2022 年四季度，平台电商业务 GMV 3124 亿元，同比增长 30.0%；2022 年全年电商 GMV 超过 9000 亿元，主要由于动销商家数量和活跃买家数量增加，以及重复购买率提升。2022 年第四季度，平台月均动销商家数量同比增速超 50%，头部商家月均店效实现双位数同比增长；快品牌在内的整体品牌 GMV 占比近 30%；月活跃买家数同比环比持续提升，渗透率达高双位数，月购买频次环比进一步提升，客单价同比环比持续提升。公司将通过商品特征引入算法推荐体系，提升人货

匹配效率以及用户对商品的认知，强化购物心智。

盈利预测与评级：看好公司打造与抖音差异化的短视频平台发展路径。我们预计 2023-2025 年公司营业收入 1187 亿元、1393 和 1634 亿元；经调整净利润分别为 0.0 亿元、49.8 亿元和 106.2 亿元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）用户增长不及预期；（2）短视频行业竞争加剧。

（分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907）

重要公司资讯

- 京东方**：公司 2022 年营业收入 1784.14 亿元，同比下降 19.28%；实现归属于上市公司股东净利润 75.51 亿元，同比下降 70.91%；基本每股收益盈利 0.19 元，去年同期为 0.71 元。（资料来源：同花顺）
- 易华录**：公司实控人华录集团拟与中国电科筹划重组事项，华录集团拟整合进入中国电科。（资料来源：同花顺）
- 荣盛石化**：控股子公司浙石化投建的 38 万吨/年聚醚装置中 6 万吨 PPG（聚醚多元醇）生产线已产出合格产品。（资料来源：同花顺）
- 比亚迪**：与徐工集团成立徐州徐工弗迪电池科技有限公司，注册资本 10 亿元，经营范围含电池制造、电池销售、新能源汽车废旧动力蓄电池回收及梯次利用等。（资料来源：同花顺）
- 利亚德**：2022 年归母净利润同比减 53.94%，亚非拉地区营收增长 40%。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 央行**：最新调查问卷结果显示，今年以来，随着疫情形势的好转，经济发展动能持续向好，带动企业家、银行家和城镇储户群体对经济发展预期的回暖。（资料来源：同花顺）
- 发改委**：《横琴粤澳深度合作区鼓励类产业目录》确定了横琴合作区重点发展的四大产业，即科技研发和高端制造、中医药等澳门品牌工业、文旅会展商贸、现代金融等。将量子、类脑、人工智能、基因测序、干细胞等一批新兴科学技术研发与应用纳入鼓励类产业。（资料来源：同花顺）
- 乳制品工业协会**：2022 年原料奶产量达四千多万吨，创造历史新高。（资料来源：同花顺）
- 美国**：3 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.3，为 2020 年 5 月以来新低，预期 47.5，前值 47.7。（资料来源：同花顺）
- 澳大利亚**：澳洲联储暂停加息，政策利率维持在 3.6% 水平，为银行业危机爆发以来首个暂停加息的主要发达国家央行。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴有色】铁矿石行业深度：多角度拆分梳理及远期展望（20230331）

铁矿石资源分布呈现高度聚拢型特征：全球可用铁矿石储量约 1800 亿吨，其中澳大利亚、巴西及俄罗斯可用铁矿石储量前三大国，储量分别为 510 亿吨（28.3%）、340 亿吨（18.9%）及 250 亿吨（13.9%）；行业 CR3 达 61%（CR3），CR5 则高达 75.8%（含中国及乌克兰）。中国前三大铁矿矿区占总资源储量高达 47%：分别为鞍山本溪矿区、冀东密云矿区及攀枝花西昌矿区；中国铁矿资源储量大但富矿少，平均品位低且贫矿出储量占总储量约 80%。

铁矿石产出分布具有强寡头垄断特征：全球前四大国家铁矿石累计产量占比约 75%。全球铁矿石可用年产量约 26 亿吨，其中澳大利亚和巴西分别生产 9 亿吨（34.6%）及 3.8 亿吨，占可用全球铁矿石总产量的 49.23%；中国是全球第三大铁矿石生产国，2021 年共生产 3.60 亿吨可用铁矿石，约占世界总产量 13.85%；此外，印度生产了 2.4 亿吨的矿石，四个国家铁矿产量占总产量约 75%。此外，全球前四大铁矿石生产企业（Vale/Rio Tinto/BHP/FMG）累计占总产量 45%。中国前四大铁矿区累计产量占比约 73.8%。河北、辽宁、四川与内蒙古是中国铁矿石原矿产量前四地区。22Q1 数据显示，河北铁矿原矿产量 1.07 亿吨（41.8%），相当于全国铁矿产出排名第二到第六省份的总和。

中国铁矿石吨生产成本较全球均值高 30.7%：从铁矿品位及成本角度观察，全球铁矿石平均品位 46.7%。印度及俄罗斯铁矿品位 50% 之上，而中国平均品位仅 34.5%。全球铁矿石平均生产成本 63.34 美元/吨，其中印度、澳大利亚及巴西是全球铁矿石生产成本最低的三个国家，吨成本分别为 26.7 美元、34.5 美元及 36 美元；但中国铁矿石产出成本为 82.8 美元/吨，较全球平均成本+31%。

全球矿山进入新一轮扩产期，中国铁矿资源开发投资增幅居采矿业之首：海外矿山上一轮资本支出高峰于 2013 年结束，但从 2018 年开始，四大矿山的资本支出逐年增加，开启了新一轮产能扩张周期。至 2021 年，全球铁矿石开采市场规模已超 3000 亿美元（2015-2018 年平均在 1500 亿左右），其已逼近 2011 年的水平，是近 10 年的第二高位。中国黑色金属矿采选业投资增幅位居采矿业之首。2021 年中国铁矿资源开发资金投入量达到 4.34 亿元，同比大幅增长 75%；钻探工作量达到 35 万米，同比增长 75%。而进入 2022 年后，国内黑色金属矿采选延续 33.3% 的高增长态势，投资增幅位居采矿业之首，显示铁矿采选的投资意愿已出现明显好转。

全球铁矿石年均产量增速将明显提升，中国基石计划降低铁矿进口依赖度：从全球供给角度观察，在 2022-2026 年间，全球铁矿石产量的年均增速将达 2.7%，高于 2017-2021 年均-1.3% 的水平，这意味着到 2026 年全球铁矿石的产量在 2022 年的基础上会增加 3.61 亿吨。此外，中国的基石计划明确到 2025 年，国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到 3.7 亿吨、3 亿吨和 2.2 亿吨，分别比 2020 年增加 1 亿吨、0.7 亿吨和 1 亿吨。基石计划推动 2021 年中国铁矿石进口依赖度已降至 2013 年以来最低，至 80.9%；预计十四五期间国内精矿的年产量（折合 62% 品位）有望增至 3.7 亿吨（2021 年是 2.85 亿吨）。

中国铁元素供给进入多元化时期：废钢作为另一重要铁元素来源，对铁矿石具有替代作用。与铁矿炼钢相比，用废钢炼钢每吨可减少 1.6 吨的二氧化碳排放，节省 350 公斤标准煤，少用 1.7 吨精矿粉。中国废钢产量较高（年产 2 亿吨）但废钢比偏低，仅为 20%，而全球废钢比均值为 37%。《再生钢铁原料》国家标准的实施有助推动中国铁元素来源更加多元化，2021 年中国废钢进口量同比已现明显增加，全年中国累计进口废钢共计 55.6 万吨，是 2020 全年的 20 倍，是 2019 同期的 3 倍。预计至 2025 年中国废钢资源供应总量或达 3.4 亿吨，对铁矿替代效应将逐年增强。此外，GIA 公司预计到 2024 年，全球废钢市场将达到 7.6 亿吨；而世界钢铁协会预计到 2030 年全球废钢供应量将达到 10 亿吨左右。

铁矿消费市场持续扩张，铁矿石的需求取决于生铁和粗钢产量：生铁角度，一吨生铁需要 1.6 吨铁矿石。2021 年全球生铁产量 13 亿吨，十年增长 30%。主要产量区域集中在亚洲，亚洲生铁总产量超过 10 亿吨。中国的生铁产量大约 8.7 亿吨，占亚洲地区生铁产量 83%，占全球生铁产量近 70%；粗钢角度，长流程高炉炼钢中生产一吨粗钢平均需要用到 1 吨生铁与 0.15 吨废钢。2021 年全球粗钢产量 19.12 亿吨，十年增长 27%。主要产量区域集中在亚洲，亚洲总产量超过 13.5 亿吨（占全球近 71%）。中国的粗钢产量 10.3 亿吨左右，占亚洲地区粗钢产量的 75%，占全球产量 54%。排名第二的印度产量为 1 亿吨（占 5.3%），仅为中国产量的十分之一。远期观察：海外铁矿的需求或延续稳定态势，2014-2021 年间差不多稳定维持在 4.8 亿吨左右，预计

2022-2025 年均需求约 5 亿吨。尽管中国粗钢产量已进入峰值区，但依然存在进口缺口。考虑到十四五期间中国的粗钢将维持在 8.8 亿吨-10 亿吨的平台震荡，按 0.81:1 计算，我们预计年生铁产量在 7.1-8.1 亿吨，年需铁矿石 11.4 亿吨至 13 亿吨意味着铁矿石年进口缺口或为 8-10 亿吨。

铁矿石贸易：中国铁矿进口占全球比例超 70%，进口国集中度有所加重。国际铁矿石贸易仍以约定年度采购量的长期协议为主，定价则基本采用基于普氏(Platts)指数的季度指数定价方式。中国铁矿石年进口量超过 11 亿吨，占世界总进口量也超过 70%。铁矿石价格上涨后供给端集中度有所加重。2021 年中国从澳大利亚、巴西进口铁矿石分别达到 6.94 亿吨和 2.38 亿吨，占全部进口矿的比重分别为 61.65%和 21.10%，合计为 82.75%，比 2020 年上升 1.6 个百分点，铁矿石价格上涨不仅没有带来非主流矿占比的扩大，反而加重了供给端的集中度。

中国铁矿石行业从四个方面提升铁矿石定价权：基本面的供给侧改革（大规模去产能和全行业大整合）、金融层面争夺定价权（大连铁矿石人民币交易期货合约）、贸易方面争夺定价权以及简历中国矿产资源集团提升议价能力。

相关公司：鞍钢矿集团及鞍钢矿业、河钢资源、海南矿业、金岭矿业。

风险提示：政策执行不及预期，利率急剧上升，库存大幅增长及现货贴水放大，铁矿价格波动风险，公司产出低于预期，能源成本持续大幅上涨风险。

(分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914)

【东兴地产】房地产周报 20230403：推进二手房“带押过户”，销售回暖态势延续（20230404）

市场行情：本周（3.27-3.31）A 股地产指数（申万房地产）涨幅-3.09%（上周 0.26%），A 股大盘（中证 A 股）涨幅 0.27%（上周 1.87%）；H 股地产指数（克而瑞内房股领先指数）涨幅-1.85%（上周-0.42%），H 股物业指数（恒生物业服务及管理指数）涨幅 2.27%（上周-1.41%），H 股大盘（恒生指数）涨幅 2.27%（上周-1.41%）。本周 A 股地产板块表现弱于大盘、H 股地产板块表现弱于大盘、H 股物业板块表现强于大盘。

行业基本面：

新房销售持续回暖、二手房销售延续热度。从数据来看，28 城商品房累计销售面积（1.1~3.31）同比增长 12.4%，本月至今（3.1~3.31）同比增长 45.2%；12 城二手房成交面积（1.1~3.31）同比增长 47.1%，本月至今（3.1~3.31）同比增长 77.7%。土地市场成交溢价率有所提升。从数据来看，100 大中城市本年累计（2022.12.26~2023.4.2）成交土地建面同比下滑 1.2%，上周累计同比下滑 0.2%；本周 100 大中城市（3.27~4.2 土地成交溢价率为 8.0%，上周为 3.6%；100 大中城市本年累计（2022.12.26~2023.4.2）土地成交总价同比下滑-3.0%，上周累计同比增长 3.4%。

内债融资略微下滑，外债余额降幅扩大。从数据来看，境内地产债发行规模（1.1~3.31）累计同比下滑 0.6%，3 月至今（3.1~3.31）同比下滑 2.2%；内地房企海外美元债券余额（截至 3.31）同比去年同期下滑 26.13%，环比上月末下滑 5.84%；内地房企海外港元债券余额（截至 3.31）同比去年同期下滑 14.61%，环比上月末增长 0.82%。

投资策略：本周新房及二手房销售进一步回暖，自然资源部发文推动常态化开展二手房“带押过户”。3 月 30 日，自然资源部联合银保监会发文推进“带押过户”，推动住宅类不动产率先实现，并逐步向工业、商业等类型不动产拓展。实现地域范围、金融机构和不动产类型全覆盖，常态化开展“带押过户”服务。随后，北京正式启动二手房“带押过户”模式。我们认为，“带押过户”进一步优化了二手房交易流程，对提振市场交易热情有一定积极作用，有助于更好地满足刚性和改善性住房需求。同时，本周还有多个城市进一步优化住房公积金政策，包括浙江丽水、江西鹰潭、四川遂宁、安徽宣城、福建莆田、贵阳贵安、甘肃兰州等地都提升了公积金贷款额度。厦门调整了限购限售政策，厦门户籍的单身人士可购买第二套住房，二孩以上家庭可购买第三套住房。限售政策由之前的取得不动产权证日期之日起 2 年限售改为网签之日起 2 年限售。

防范化解房企风险与支持改善性住房需求是近一段时间以来房地产供需两端支持政策的主要方向。我们认为，当前供需两端政策都在确保房地产市场回归平稳发展，政策正在形成合力，销售市场正在走向触底回升。我们推荐具有信用优势的优质央企、国企以及有望受益于融资端的支持，有效改善资产负债状况的优质民企。优质头部房企将受益于融资政策的支持进一步优化资产结构，有望抓住行业出清与竞争格局改善的机会在需求回暖之时抢占先机，保利发展、越秀地产、金地集团、碧桂园、龙湖集团等龙头房企将有望受益。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

(分析师: 陈刚 执业编码: S1480521080001 电话: 010-66554028)

【东兴传媒】传媒互联网行业周报: 腾讯着手研发类 ChatGPT 聊天机器人, 阿里六大业务集团或将独立上市 (20230403)
本周 (2023. 3. 27-2023. 3. 31), 传媒 (申万) 指数上涨 2. 41%, 恒生科技指数上涨 1. 87%。当前 A 股传媒板块围绕 AIGC 以及 ChatGPT 主题具有较高投资热情, 部分标的涨幅巨大。我们认为, 当前国内人工智能对话聊天机器人的研发和布局还处于早期阶段, 国内相关科技企业机遇和风险并存。同时, 我们建议关注国内消费复苏逻辑下美团、阿里巴巴、京东、拼多多等本地生活及电商零售板块投资机会。

走势概览:

本周 (2023. 3. 27-2023. 3. 31), 传媒 (申万) 指数上涨 2. 41%, 上证指数上涨 0. 22%, 创业板指数上涨 1. 23%, 中概股指数上涨 1. 75%, 恒生科技指数上涨 1. 87%, 恒生指数上涨 2. 43%, 纳斯达克综指上涨 3. 37%;

本周 (2023. 3. 27-2023. 3. 31), 涨跌幅排名前三的申万一级行业依次为美容护理 (+3. 64%)、石油石化 (+3. 47%)、社会服务 (+2. 77%)。

重点标的的周度行情:

本周 (2023. 3. 27-2023. 3. 31), 涨跌幅排名前三的 A 股传媒重点标的的依次为昆仑万维 (+15. 36%)、易点天下 (+10. 08%)、吉比特 (+9. 77%);

本周 (2023. 3. 27-2023. 3. 31), 涨跌幅排名前三的海外互联网重点标的的依次为阿里巴巴 (+17. 70%)、微博 (+16. 50%)、腾讯音乐 (+12. 54%)。

行业新闻及公司重要公告:

- (1) 腾讯高级执行副总裁汤道生: 腾讯正研发类 ChatGPT 聊天机器人;
- (2) 腾讯已申请多个微信刷掌商标;
- (3) 阿里巴巴设立六大业务集团, 或将独立上市;
- (4) 卡巴斯基回应发现拼多多软件漏洞;
- (5) 阿里巴巴: 自愿公告宣布新的组织和治理结构;
- (6) 壹网壹创: 关于实际控制人减持计划实施完毕的公告;
- (8) 中信出版: 公布 2022 年年度财务报表及审计报告;
- (9) 快手: 公布截至 2022 年 12 月 31 日止年度业绩公告;
- (10) 心动公司: 公布截至 2022 年 12 月 31 日止年度业绩公告;
- (11) 哔哩哔哩: 公布截至 2022 年 12 月 31 日止年度的全年业绩公告;

风险提示: 监管政策变化, 国内经济下行, 行业发展不及预期等。

(分析师: 石伟晶 执业编码: S1480518080001 电话: 021-25102907)

【东兴食品饮料】食品饮料行业报告: 关注糖酒会带来的情绪催化 (20230403)

随着春节销售旺季结束, 白酒销售近一个月进入相对平稳的阶段, 在需求回暖进一步确认前, 市场预期在整个 3 月份呈现分化。下周糖酒会将在成都召开, 糖酒会期间市场将进一步确认需求复苏趋势, 建议关注糖酒会期间市场的情绪催化。虽然目前白酒渠道库存整体偏高, 但是全年来看我们看好白酒的整体复苏趋势, 特别是次高端和区域酒有较强的业绩弹性。

糖酒会一般是白酒行业消费繁荣程度的风向标, 今年糖酒会是疫情后的第一次糖酒会, 酒企和经销商参与意愿较高, 虽然目前白酒渠道库存整体偏高, 但我们认为消费复苏的趋势仍然明确, 并未发生景气转变, 建议关注糖酒会期间市场情绪的催化。抛开资金因素, 市场未来方向取决于行业基本面能否进一步超预期, 本质是市场对于未来经济复苏下消费表现的判断。从目前白酒市场复苏的结构来看, 偏向大众的消费在逐渐恢复, 略快于商务宴请消费。从全年来看, 我们看好白酒的整体复苏趋势, 认为上半年大众消费相关的光瓶酒会有较好表现, 下半年商务宴请的恢复, 次高端和区域酒会有较强的业绩弹性。我们继续推荐: 贵州茅台、五粮液、古井贡酒。

市场回顾:

本周食品饮料各子行业中, 周涨跌幅依次为: 啤酒 4. 95%, 肉制品 3. 64%, 其他酒类 2. 51%, 白酒 2. 31%, 调味发酵品 1. 92%。

软饮料 1.49%，其他食品 1.41%，黄酒（长江）0.54%，乳品 0.17%。

本周酒类行业公司中，涨幅前五的公司为：顺鑫农业 15.04%，惠泉啤酒 12.40%，海南椰岛 8.84%，重庆啤酒 7.40%，青岛啤酒 7.38%；表现后五的公司为：ST 通葡-0.84%，金徽酒-0.94%，中葡股份-1.34%，*ST 皇台-1.58%，*ST 西发-3.86%。

港股市场回顾：

本周港股必需性消费指数 0.59%，其中关键公司涨跌幅为：颐海国际 6.96%，百威亚太 0.63%，农夫山泉 0.56%，华润啤酒 0.16%，周黑鸭-0.27%，中国旺旺-1.37%，中国飞鹤-2.16%，康师傅控股-8.02%。

风险提示：疫情后期消费复苏不及预期，宏观经济复苏不及预期，公司经营不及预期。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-225102900）

【东兴煤炭】煤炭行业报告：需求淡季下，经济复苏推动煤炭产业链下游需求超预期，炼焦煤表现更好（20230331）

国内动力煤价格维持相对高位，三港口和六大发电集团去库趋势增强。动力煤，截止 3 月 13 日，秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓价格 1133 元/吨，环比上月上涨 143 元/吨，显著上涨 14.44%。随着供暖结束，煤炭行业迎来传统需求淡季，终端用户日耗煤量呈缓步下行。但是目前下游的秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港口和六大发电集团煤炭去库趋势增强。截至 3 月 10 日，三港合计库存 1288.00 万吨，环比上月下跌 68.00 万吨（5.01%）。截至 3 月 13 日，六大发电集团煤炭库存共 1223.40 万吨，环比上月跌 43.80 万吨（3.46%）；可用天数共 15.40 天，环比上月下跌 1.40 天（8.33%），同比下跌 0.60 天（3.75%），但仍处低位；日均耗煤量共 79.08 万吨，环比上月涨 3.86 万吨（5.13%），同比涨 9.51 万吨（13.67%）。1-2 月，发电 13497.30 亿千瓦时，同比增长 0.70%。

炼焦煤价格稳中有涨，库存增加，下游稳健。炼焦煤，截至 3 月 13 日，价格指数报收 2407.10 元/吨，环比上月微升 34.70 元/吨（1.46%）。截至 3 月 10 日，三港合计库存量共 127.30 万吨，月环比上涨 10.60 吨（9.08%），同比下跌 92.70 万吨（42.14%），库存仍处历史低位，未来有望深度受益于地产产业链修复。钢厂和焦化厂库存量月环比稳中有涨，同比下跌分别为 11.99%和 25.58%。3 月 2 日至 10 日，焦企周平均产能利用率 72.40%，环比上月持平。1-2 月，生铁月度累计产量 14426 万吨，同比上涨 7.30%；粗钢月度累计产量 16870 万吨，同比上涨 5.60%。

海外动力煤持续下跌，国内和国际海运费显著上涨。国际动力煤，截至 3 月 13 日，受流动性危机导致的全球衰退预期加强影响，澳大利亚纽卡斯尔港 NEWC 动力煤离岸价格 185.00 美元/吨，月环比下跌 65.00 美元/吨（26.00%）；从秦皇岛到上海航线上 4-5 万 DWT 的 CBCFI 报收 28.40 元/吨，较上月环比显著上涨为 49.47%；澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费（巴拿马型）报收 14.50 美元/吨，月环比明显上涨幅度为 26.09%。

1-2 月煤及褐煤月度进口量较前两年大幅上涨。截至 2 月 28 日，煤及褐煤月度累计进口量达到 6064.00 万吨，累计同比上涨 70.80%。一是受 2022 年初印尼出台煤炭出口禁令的影响，减少了对我国煤炭的供应；二是俄乌冲突加剧，俄煤出口受限，进口端供应减少。

结论：截至 3 月 13 日，国内动力煤价格维持相对高位，产地动力煤价格微升，三港口和六大发电集团去库趋势增强；炼焦煤价格稳中有涨，库存增加，下游稳健。海外动力煤价持续下跌，国内和国际海运费显著上涨。煤及褐煤月度进口量较前两年大幅上涨。需求淡季下，经济复苏推动炼焦煤产业链下游表现良好。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，下游需求存在不确定性。国际局势和国际关系变化对煤价带来影响等。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904 研究助理：莫文娟 执业编码：S1480122080006 电话：010-66555574）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526