



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

### 建筑建材：着眼地产和制造链等相关的机会

玻璃需求继续改善，水泥依然疲弱。本周水泥价格继续疲弱，以全国散装含税 P.O42.5 号水泥为例，13 日为 470.32，较上周四同期微跌 1.45 元/吨，主要是华东和中南地区价格下跌带动，其他地区华北、东北、西北和西南保持稳定。海螺水泥平均价格为 439.46 元/吨，较上周四下跌 1.42 元/吨。地产景气度依然处于下行态势，下游水泥需求较弱。玻璃价格继续微涨，13 日为 1812.86 元/吨，较上周四提高 35 元/吨，企业库存水平下降明显 14 日合计库存已经降至 5854.4 万重量箱，各个区域库存水平均出现下降，总体库存已经低于去年同期水平，保交楼政策推进提升玻璃需求回升，随着政策推进玻璃价格将继续回升。

地产回归良性发展轨道可期，探底带来优秀和成长性公司的机会。从地产销售面价的高频数据和信贷数据看，地产销售正在逐步改善当中，我们在报告《2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》中提到的地产行业无收敛的负反馈循环正在被打破，地产行业正在开始往自我正向循环的轨道上发展，地产行业回归到长期健康发展的轨道上可期。再一次确认了我们前期的观点：在建材行业集中度提升的大趋势下，2023 年上半年需求低迷带来的竞争加剧将有利于成长和优秀的公司提升市占率，提升估值水平。而在地产探底的上半年带来优秀公司的长期布局的好机会。

基建依然驱动需求，制造业链也值得期待。基于稳增长的需求，2023 年 3 月专项债发行高达 1.36 万亿，同比增长 4.53%。同时，中国作为全球制造业中心，制造业作为内生力量对于需求也起到积极的作用，俄乌冲突和一带一路显现超预期的变化，全球的协同状况也正在发生变化，我们建议关注相关变化带来的机会。

继续建议关注消费建材和制造链等机会。消费建材的需求不管是从短期需求的释放，还是存量房需求的稳定，需求波动相对较小。我们继续看好优秀和龙头公司确定的成长性和资产结构优化带来的估值提升。建议继续关注地产后周期的消费建材比如：伟星新材、东鹏控股和山东药玻等，关注地产探底后水泥、防水材料等公司如：海螺水泥、东方雨虹等公司的成长性。在基建发力的情况下继续关注建筑龙头公司的资产结构优化和估值修复如中国交建等。考虑到制造业对于需求的影响，我们也建议关注相关标的。

风险提示：地产底部波动时间持续性超预期和基建力度不及预期。

参考报告：《2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》 2022-11-29

《伟星新材（002372）：2022 年三季报点评，行业低迷中显现优势》 2022-10-28

《东鹏控股（003012）：经销渠道抗风险，持续增长》 2022-04-29

《海螺水泥（600585）：龙头迎来发展机遇期》 2022-08-29

《东方雨虹（002271）：成本优势继续扩大》 2021-08-12

《中国交建（601800）：央企基建巨头资产价值提升，乘风而上》 2022-02-24

《山东药玻（600529）深度报告：药玻龙头聚焦优势，深挖护城河》 2022-09-30



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

## 银行：居民信贷需求修复，看好板块配置机会

3月社融高增，信贷贡献主要增量。信贷延续1、2月高增态势，且结构有所优化，反映出居民端信贷需求修复。① 居民端：信贷需求加速修复。3月居民贷款新增1.24万亿，为2022年以来单月最高增量，同比多增4908亿；居民贷款增量占比达32%，较前两个月提高25pct，显示3月居民需求加速修复。其中，中长期、短期分别新增6348亿、6094亿，同比多增2613亿、2246亿；增量占比分别为16.3%、15.7%。反映地产销售逐渐回暖，消费逐步复苏，居民信贷需求回升。展望后续，我们认为消费复苏在中长期角度具有较强确定性，有望持续推动信用卡、消费贷等居民短贷需求恢复；而本轮地产销售回暖的可持续性需进一步观察，如果政策持续发力、经济继续向好、居民收入预期改善，预计居民购房意愿将进一步修复，带动居民中长期贷款增长。② 企业端：中长期贷款延续高景气。3月企业贷款新增2.7万亿，同比多增2200亿。其中，中长期贷款、短期贷款分别新增20700亿、10815亿，分别同比多增7252亿、2726亿；票据融资减少4687亿，同比少增7874亿。企业中长期贷款延续较高景气度，主要来自基建类项目驱动。我们预计基建类项目资金到位有望带动实体融资需求提升。

短期来看，预计2023年信贷市场有望沿着“总量—结构—价格”的路径逐步改善，目前仍处在

总量-结构改善阶段。受按揭贷款重定价影响，预计 23Q1 是行业营收低点，伴随重定价影响消散、新投放贷款利率下行放缓，银行息差和营收增速有望在 Q2 迎来季度环比改善，全年来看息差和营收仍承压。从估值层面看，我们认为边际改善确立或成为市场预期修复的重要指标。中长期来看，行业监管规范性文件出台有利于压实银行资产质量和优化资产结构，改善板块资产质量隐忧带来的长期估值折价状况。结合短期和中长期角度，我们认为板块存在配置机会，目前估值仅 0.5 倍静态 PB，积极推荐。重点关注：①成长性持续凸显、盈利释放弹性大的江浙区域优质中小银行：宁波银行、常熟银行、江苏银行、杭州银行。②受益于地产风险缓释、消费复苏的零售特色股份行：招商银行、平安银行。③行业资本充足、各项流动性指标优秀，海外银行流动性风险事件有望催化国内银行价值重估，利好稳健经营的低估值国有银行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致国内商业银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击，银行业基本面修复可能不及预期。

参考报告：《银行业跟踪月报(2023年3月)：年报符合预期，关注行业营收拐点》2023-04-10、  
《3月社融金融数据点评：社融超预期，居民信贷需求加速修复》2023-04-12



曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

## 交运：出境旅游持续复苏，五一出行预订情况较为乐观

在经历了 2022 年极度的低迷以及三大航合计超千亿的巨亏之后，航空业在 23 年迎来显著的反弹。

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。3 月末航空换季之后，国际航线运力投入在快速释放。

五一的订单水平很大程度上可以验证复苏的实际效果。携程数据显示，截至 4 月 9 日，五一小长假期间的国内游订单水平追平 2019 年，同比增长超 7 倍；内地出境游预订同比增长超 18 倍，境外跟团游报名量较 4 月初增长 157%。携程方面认为，2 月以来消费者积压的旅游需求，有望在‘五一’期间得到释放。国内主要旅游城市和度假旅游目的地都会因此受益。出境游也有望在‘五一’假期迎来小高潮。

旺盛的需求有望带来航司机票价格的明显提升。同时，由于航司前期亏损过多，航司间价格竞争减弱，定价策略偏向于争取更多利润，导致机票价格弹性高于以往。

今年五一是一疫情过后航空需求第一个集中释放的时机，量价齐升带来的业绩弹性不可小觑。个股方面，由于短途国际航线恢复较快，以窄体机为主，且运力配置较灵活的中型航司业绩弹性会强于三大航，建议重点关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

参考报告：《航空机场月度数据点评：国内航线客座率显著提升，短途国际航线恢复超预期》  
2023-03-20



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang\_tf@dxzq.net.cn

### 金属：铁矿石行业：多角度拆分梳理及远期展望--供给层面讨论

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；中国铁矿资源储量高但富矿少，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/FGM) 累计占总产量 45%。中国前四大铁矿产区累计产量占比约 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。2022 数据显示，河北铁矿原矿产量 4 亿吨 (41.3%)，排名第二的辽宁和四川分别有 1.56 亿吨和 1 亿吨的产量。从产量角度观察，河北铁矿石产量相当于全国铁矿产出排名第二到第七省份的总和。

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）。

相关公司：鞍钢集团及鞍钢矿业、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。

参考报告：《铁矿石行业深度：多角度拆分梳理及远期展望》2023-03-31



洪一 | 东兴证券电新行业分析师

S1480516110001, 0755-82832082, hongyi@dxzq.net.cn

### 电新：光伏产业链维持跌价态势

据 PV Infolink 官方微信公众号发布的统计数据，本周硅料价格继续维持缓跌的态势，主流致密料价格缓步下跌至 194-200 元/kg，硅片价格也有所下跌，182mm 均价下跌至 6.4 元/片，210mm 均价下跌至 8.05 元/片，预计 4 月硅片产量增加明显，价格大概率也呈缓跌趋势。电池片和组件环节价格维持。在需求向好的情况下，4 月组件排产仍将向上提升，但终端对于价格接受度受限，而硅料环节随着颗粒硅供应链逐月增加，各厂商现货库存正在积压，产业链将继续跌价态势。

近日欧盟发布的《净零工业法案》草案，旨在扩大欧盟本土清洁技术的制造规模，确保欧盟为清洁能源转型做准备。我们认为，光伏行业高景气高成长确定性强，欧美发展部分本土制造业不改光伏行业“量增”逻辑。随着明年硅料供应逐步释放，电站回报率提升将刺激光伏地面电站建设需求释放，预计明年全球新增装机将达 300GW 以上。同时，硅料降价将带来产业链利润重分配，组件向下游电站的让利压力以及组件对辅材的压价压力都将减小，利好一体化组件企业而非硅环节。可把握以下三条主线：主线一：行业利润重分配，一体化组件和胶膜、接线盒等辅材受益。相关标的：天合光能、晶科能源、赛伍技术、福斯特、快可电子、通灵股份。主线二：地面电站需求边际释放，大逆变器和储能 pcs 需求快速增长。相关标的：阳光电源、上能电气。主线三：N 型电池崛起，受益的配套产业链公司；包括 topcon、hjt、ibc、钙钛矿等路线相关设备企业，银浆国产化企业等。

风险提示：行业政策或出现变化，产业链价格上涨或影响下游需求释放，行业或出现价格战导致相关上市公司盈利下滑。

参考报告：《2023 年度光伏行业展望报告：拥硅为王时代渐行渐远，N 型技术大放异彩》

2022-11-22

《欧盟发布《净零工业法案》落地尚需时日，出口短期影响有限》 2023-4-6。

## 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法律责任。

## 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