



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——需求层面讨论

铁矿石需求取决于生铁和粗钢产量。生铁角度，生产一吨生铁平均消耗约 1.6 吨铁矿石。2022 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，亚洲生铁总产量达到 10.9 亿吨，其中中国产量 8.7 亿吨，中国的生铁产量占亚洲地区的 83%，占全球近 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（短流程电炉炼钢中，根据铁水热装比的不同需用到不同比例的废钢和铁水）。2022 年全球粗钢产量 18.8 亿吨，10 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%），而中国粗钢产量在 10.1 亿吨左右，占亚洲地区粗钢产量的 75%，占全球产量 54%。从产量绝对值角度观察，全球钢铁产量排名第二的印度年粗钢产量为 1 亿吨（占 5.3%），仅为中国产量的十分之一。

铁矿石需求已进入稳定期，但中国市场仍面临供应缺口。从需求的表现情况观察，海外铁矿的需求进入了一个稳定态势。根据已有数据测算，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。中国方面，尽管中国粗钢产量已进入峰值区，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。根据基石计划，到 2025 年中国自给铁矿或达到 3.7 亿吨测算，预计中国铁矿石年进口缺口或为 8-10 亿吨。

中国铁元素供给进入多元化时期，对铁矿石的需求依赖度将有所降低：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。

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，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



石伟晶 | 东兴证券传媒行业首席分析师

S1480518080001, 021-25102907, shi_wj@dxzq.net.cn

传媒：快手盈利能力持续加强，电商生态保持较快增长

营收实现较快增长，线上营销、直播、电商表现良好。2023Q1，公司实现收入252.17亿元，同比增长19.7%，按业务构成：1) 线上营销服务收入130.64亿元，同比增长15.1%，主要源于平台进一步提升数据基础设施、优化产品能力及精细化行业管理策略，推动广告主数量及广告主投放增加，尤其是电商商家的投放；2) 直播收入93.19亿元，同比增长18.8%，主要源于月付费用户同比增长6.4%，并受益于内容供给丰富，与公会合作策略不断发展以及直播生态和算法持续迭代；3) 其他服务（包含电商）收入28.34亿元，同比增长51.3%，主要源于平台电商业务的增长，其中电商商品交易总额增加主要是由于电商月活跃付费用户数量、客单价及月订单频率增加。

降本增效保持连续性，整体盈利能力持续加强。2023Q1，公司销售成本135.05亿元，毛利率46.4%，同比提升4.7pcts，主要由于带宽费用及服务器托管成本减少；销售费用87.23亿元，销售费用率34.6%，同比下降10.4pcts，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9.19亿元，管理费用率3.6%，相对稳定；研发开支29.20亿元，研发费用率11.6%，同比下降5.1pcts，主要由于减少雇员福利开支。2023Q1，公司经营亏损6.98亿元，其中国内业务经营利润9.63亿元（2022Q1亏损15.43亿元），国外业务经营亏损8.23亿元（2022Q1亏损19.46亿元），未分摊项目亏损8.38亿元（2022Q1亏损22.54亿元）。我们认为，经过降本增效措施，2023Q1公司国内业务保持盈利。2023年，公司国内与国外业务将继续提升开支效率，整体盈利能力持续加强。

流量稳健增长，平台社区具有强大吸引力。2023Q1，快手平台平均日活3.74亿人，环比增长2.2%；平均月活6.54亿人，环比增长2.3%，日活用户日均使用时长126.8分钟，环比下降5.3%。前两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，持续增强商品力建设。2023Q1，平台电商业务GMV2248亿元，同

比增长 28.4%，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。2023Q1，平台月均动销商家数量同比增速超 50%；月均入驻品牌数量同比增长约 30%；品牌自播的商品交易总额同比增长约 70%；“快品牌”在内的品牌商品交易总额增速远超整个平台。公司将继续增强商品力建设，扩大更多优质好货的曝光和推荐。同时，公司会指导商家继续提高产品信息的质量和数量，并提升他们的服务能力。

风险提示：(1) 用户增长不及预期；(2) 短视频行业竞争加剧。

报告来源：《快手-W(1024)2023Q1 业绩公告点评：盈利能力持续加强，电商生态保持较快增长》2023-05-23



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行：1Q23 行业净息差环比大幅下降，城商行盈利增速领先

大行发挥头雁效应支持实体，普惠小微贷款持续高增。银行业总资产规模 397.3 万亿元 (YoY+10.9%)，实现稳步扩张。其中，国有大行规模增速显著高于中小银行，发挥支持实体经济的头雁效应。从贷款分类看，普惠小微企业贷款持续高增，1Q23 普惠小微企业贷款同比增 25.8%。在国有大行明显前置发力之下，我们预计 Q2-Q4 不同类型银行规模增速分化或趋于收敛，小微信贷市场的竞争压力亦将趋于缓和。

净息差环比大幅下降，预计 Q2 后有望企稳。1Q23 商业银行净息差 1.74%，环比下降 17BP，录得历史低位，主要受去年 LPR 下调后，一季度大部分存量贷款重定价影响。考虑到贷款新发放利率企稳、存款定价市场化改革逐步显效，我们预计 Q2 后净息差有望企稳。

行业利润增速下行，城商行领先。1Q23 银行业净利润同比增 1.3%，同比下降 6.1pct，体现了行业息差大幅收窄，量难补价导致营收增长放缓。我们预计，后续伴随净息差企稳，行业营收增速有望触底回升。各类行看，母行口径下，1Q23 国有行/股份行/城商行/农商行分别同比-1.5%/-1.4%/21.4%/-3.0%。城商行保持高于 20%的净利润增速，领先行业。我们认为，未来区域经济景气度高、体制机制市场化的部分优质城商行有望保持高成长性。

行业资产质量稳健，拨备充足。1Q23 行业不良+关注贷款率 3.78%，环比下行 10BP，资产质量稳健。1Q23 拨备覆盖率 205.2%，拨备较充实。各类行不良率指标看，1Q23 国有行/股份行/城商行/农商行分别环比-4BP/-1BP/+5BP/+2BP，我们判断中小行或受个人经营性贷款、消费贷、信用卡等不良上升影响较大。

静待全面复苏，继续看好优质区域行。从宏观环境来看，经济尚处于逐步复苏阶段，从基建投资到制造业企业融资需求恢复，从企业到居民消费的修复均需一定时间。央行亦指出疫后实体经济的生产流通传导、消费需求等恢复仍有时滞。我们认为可以保持乐观，静待全面复苏。从行业层面看，规模稳步增长、息差边际改善、中收回暖有望支撑营收回升。局部不良压力较大，整体资产质量依然稳健。我们认为，当前行业基本面处于触底回升阶段，估值历

史底部，建议积极参与配置。我们继续看好高成长的优质区域性银行（①扎根好区域，企业和居民客户金融需求更旺盛，②自身体制机制灵活，有一定客户基础和品牌优势），如江苏银行、杭州银行、宁波银行和常熟银行。

风险提示：经济复苏不及预期；房地产销售持续低迷影响居民投资及消费预期；区域经济波动加大波及所在区域性银行等。

参考报告：《1Q23 银行业主要监管数据点评：行业净息差环比大幅下降，城商行盈利增速领先》2023-05-25



洪一 | 东兴证券电新行业分析师

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

电新：产业链价格持续下跌，终端需求观望氛围浓厚

据 PV Infolink 官方微信公众号发布的统计数据，本周硅料价格呈加速下跌态势，主流致密料价格下跌至 120-132 元/kg，硅片价格继续下跌，182mm 下跌至 4.1-4.4 元/片，210mm 下跌至 5.9-6.1 元/片，硅片库存仍在积累，但随着前期硅片价格的加速下跌，本周硅片价格的下跌速度已有所放缓。电池片环节价格也下跌，M10、G12 尺寸主流成交价分别落在 0.9-0.92、1-1.01 元/w。组件价格单面与双面主流价格分别为 1.63-1.65、1.65-1.68 元/w。上游价格明确松动，而组件价格仅小幅下行，使得终端需求观望情绪仍然浓厚，静待组件价格进一步调整。

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》2023-04-06

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