



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子：维信诺（002387）：Q2 营收环比改善，稼动率持续爬升

公司 2023H1 收入同比下降 21.06%，归母净利润同比下降 42.35%，但 Q2 营收环比明显改善，公司持续供货更多品牌客户的中高端旗舰产品。2023 年上半年公司实现营业收入 26.93 亿元，其中 OLED 产品收入 22.51 亿元，同比下降 30.15%；其他产品与服务业务实现营业收入 4.42 亿元，同比增长 134.78%。虽受宏观经济和消费电子需求波动，公司已成为全球 AMOLED 显示产业的领军企业之一，持续供货更多品牌客户的中高端旗舰产品，随着客户相关新机型的陆续放量，Q2 营收环比增长 150.20%，收入明显改善。

公司 AMOLED 智能手机面板 23Q2 出货量跃居全球第三，全球市场份额 9.6%，固安第 6 代柔性 AMOLED 生产线 Q2 稼动率爬升至较高水平。2023H1 中低端 OLED 面板竞争加剧引发价格战，受益于 OLED 作为新一代显示技术整体产业发展良好，公司以中高端市场 AMOLED 产品为重，进一步拓展和导入头部客户供应链，在柔性 OLED 手机领域供货国内多家头部品牌客户。根据 CINNO Research 数据，2023 年上半年，维信诺 AMOLED 智能手机面板出货量位居全球第四，国内第二，其中第二季度的出货量位居全球第三，国内第二，全球市场份额 9.6%。中尺寸将成为 AMOLED 未来重要的增量市场，AMOLED 应用领域将更广泛。公司固安第 6 代柔性 AMOLED 生产线产能持续释放，稼动率在二季度快速爬升至较高水平，单月产能峰值突破历史新高。

公司积极推动技术创新，实现产品能力覆盖从微小到超大的全尺寸应用领域。合肥维信诺发布了无金属掩膜版 RGB 自对位像素化技术，使 AMOLED 有效发光面积从传统的 29% 增加至 69%，也可使像素密度提升至 1700PPI 以上，配合 Tandem 叠层器件较 FMM AMOLED 可实现

6 倍的器件寿命或 4 倍。公司参股子公司成都辰显建成大陆首条从驱动背板、巨量转移到模组全覆盖的 Micro LED 中试线。2023 年上半年，成都辰显先后研发出中国大陆首款 TFT 基无边框 14.5 英寸 Micro LED 拼接箱体和国内首款 P0.5 TFT 基无边框 29 英寸 Micro LED 拼接屏，公司实现产品能力覆盖从微小到超大的全尺寸应用领域。

公司盈利预测及投资评级：公司是手机 OLED 领军企业，受益于高端产品渗透与国产化进程，公司业绩迎来释放期。预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 -0.85 元，-0.24 元和 0.06 元，**维持“推荐”评级。**

风险提示：(1) 客户导入不及预期；(2) 扩产进度不达预期；(3) OLED 产品渗透不及预期。

参考报告：《维信诺（002387）：Q2 营收环比改善，稼动率持续爬升》2023-09-06



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行：社融增速回升，信贷有所回暖

地方政府债发行提速，支撑 8 月社融同比多增。8 月社融新增 3.12 万亿，同比多增 6316 亿；社融存量增速为 9%，环比提升 0.5pct。从社融新增结构来看，主要贡献来自政府债、人民币贷款。其中，政府债券净融资 1.18 万亿，同比多增 8714 亿。主要是地方政府债发行提速，8 月份全国地方政府债券发行规模约 1.3 万亿元，创年内新高。8 月新增人民币贷款 1.34 万亿，同比少增 102 亿，基本符合预期。企业债券净融资 2698 亿元，同比多增 1186 亿元。新增表外融资 1005 亿，同比少增 3764 亿。股票净融资 1036 亿，同比少 215 亿。

展望未来几个月，考虑今年政府债发行后置，后续有望对社融增长形成支撑；同时，从近期经济指标来看，8 月制造业 PMI 连续三个月环比上行，景气度持续修复，经济恢复动能逐步增强。随着近期多项稳增长刺激政策密集落地，信贷需求有望得到进一步提振。

8 月信贷同比多增，主要贡献来自短期贷款，中长期信贷需求恢复仍较慢。8 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 868 亿。其中，短期贷款新增占比 64.4%，中长期贷款占比 37.3%，中长期信贷需求恢复较慢。具体来看：

(1) 居民贷款新增 3922 亿，同比少增 658 亿。其中，短贷新增 2320 亿，同比多增 398 亿；中长贷新增 1602 亿，同比少增 1056 亿。反映 8 月居民购房需求有所恢复，但仍存在观望情绪、且提前还款现象依然存在。展望后续，随着 8 月下旬以来，认房不认贷、差异化住房信贷政策、存量首套房贷利率调整、重点二线城市陆续打开限购等需求端刺激政策陆续落地。预计存量按揭提前还款将得到有效遏制，地产销售有望逐步恢复，提振新增住房按揭需求。

(2) 企业贷款新增 9488 亿，同比多增 738 亿。其中，短贷新增 6444 亿，同比多增 6565 亿；中长贷新增 3472 亿，同比少增 3881 亿。反映企业中长期投资意愿仍然较弱，存在短贷冲量现象。近期政府债发行加速，后续或将提振相关配套信贷需求。

M1 增速环比继续下降，企业生产活跃度较弱。8月 M2、M1 分别同比增 10.6%、2.2%，增速环比均下降 0.1pct。8 月人民币存款新增 1.26 万亿，同比少增 132 亿。从分项看，居民存款新增 7877 亿，同比少增 409 亿；企业存款新增 8890 亿，同比少增 661 亿；财政存款减少 88 亿，同比少减 2484 亿；非银金融机构存款减少 7322 亿，同比多减 2969 亿。

投资建议：8 月新增贷款有所回暖，但结构上仍以短期贷款为主，反映有效信贷需求仍偏弱。在地方政府债发行提速的支撑下，社融实现同比多增。我们预计，随着近期多项稳增长刺激政策密集落地，市场预期和信贷需求有望得到提振，经济恢复动能将逐步增强。

在宏观经济逐步恢复的大背景下，上市银行有望维持稳健的资产质量，同时息差已近低点，后续在存款利率下调以及稳增长政策带动下需求改善、定价稳定，息差有望保持平稳。我们看好下半年政策呵护、量价改善、资产质量稳健之下的盈利提速增长。考虑到当前银行股估值历史低位，机构持仓亦在较低水平，我们积极看好银行板块绝对收益。**长期看好，优质区域性银行的高成长性，推荐宁波银行、常熟银行、江苏银行等。**

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：社融增速回升，信贷有所回暖》2023-09-12



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属：关注金属新材料市场的成长性机会——羰基铁粉

全球羰基铁粉的市场规模维持稳定增长态势，CAGR 预期均值超 5%。羰基铁粉是粉末冶金行业核心的生产要素，是目前能够采用工业化技术生产的粒度最细、纯度最高、球形外观最好的铁粉，其应用领域涵盖轨交、航空航天、军工、物联网与电子通讯，新能源基建及食品医药等多行业。根据 EINPresswire 及 Marketus 统计，全球羰基铁粉的市场规模在 2019 年为 1.82 亿美元，受新能源产业链持续扩张带动，该规模至 2029 年或增至 2.72 亿美元，CAGR 达到 4.1%。而根据 Market Insights 统计，在 2021 至 2027 年阶段，全球羰基铁粉市场规模将从 2020 年的 1.94 亿美元升至 2.83 亿美元，CAGR 将达到 6%。此外，根据 QY Research，2020 年全球羰基铁粉市场规模为 1.915 亿美元，预计至 2026 年末该市场规模将升至 2.477 亿美元，2021-2026 年的 CAGR 为 3.7%。综合各机构数据观察，2020-2027 年间，全球羰基铁粉市场规模或由 1.89 亿美元增至 2.68 亿美元，规模总量增长 41.8%，CAGR 均值达 5.08%。

中国粉末冶金市场规模年复合增长率或达 5%。中国的金属粉体销量已由 2016 年的 47.2 万吨增长至 2020 年的 73.6 万吨，近 5 年 CAGR 达 11.7%。根据钢协粉末冶金协会数据，中国粉末冶金行业市场规模有望保持 5% 的年复合增长率继续稳定增长，并于 2023 年达到 182.8 亿元，至 2025 年销量达到 110 万吨左右。鉴于金属粉末冶金制品中 75% 是钢铁粉末冶金制品，其中 69% 的粉末冶金产品又应用于汽车领域，根据中汽协及中国汽车工业协会的数据预测，

至 2025 及 2030 年中国汽车市场年产量将分别达到 3000 万辆及 5000 万辆，考虑到单车粉末冶金零件消耗 10.1kg 计算，预计至 2025 年及 2030 年中国的汽车用钢铁粉末制品销量将增长 4 万吨及 24.2 万吨，较 2021 年分别增长 15.4% 及 92.3%。

MIM 及吸波材料作为羰基铁粉的下游消费领域，同样进入了强扩张周期。

MIM：中国 MIM 市场规模至 2025 年预期增至 121.9 亿元。BCC Research 的报告显示，全球 MIM 市场的年复合增长率将达到 7.5%，预计到 2023 年总规模量将升至 45 亿美元（2018 年为 31 亿美元）。而中国的 MIM 市场同样呈现出强劲势头，其市场规模由 2011 年至 2020 年大幅增长了约 6 倍（2011:10 亿元，2020:73 亿元）。随着电子产品与汽车工业的创新优化与升级以及 MIM 工艺在 3C 电子产品领域的成熟，市场对于 MIM 这种精密金属零部件的需求有望进一步提升。根据立鼎产业统计，至 2025 年中国 MIM 市场规模有望达到 121.9 亿元，2020-2025 年间 CAGR 达 11%。

吸波材料市场规模：2022-2028 间 CAGR 或达 9%。全球吸波材料市场规模亦加速扩张，2028 年全球市场规模或升至 113 亿美元。根据新思界产业研究数据显示，2015-2019 年全球吸波材料市场规模的年均复合增长率达到 9.2%；而 2019-2021 年间全球吸波材料市场规模 CAGR 则进一步增加至 17.5%（2019 年 297.5 亿元，2021 年 411 亿元），显示该市场成长性的巨大提升。根据新材料在线、QY Research 及 BBC Research 的数据预测，至 2025 年及 2028 年全球吸波材料市场规模或分别达到 92 亿美元及 113 亿美元（764 亿元），2020-2025 年该市场的年均复合增长率将达到 6.3%-8%，2022-2028 年的 CAGR 将升至 9.2%，意味着 2028 年全球电磁屏蔽材料市场规模将较 2021 年增加 85.9%。

中国羰基铁粉供给现结构性扩张，进口替代效应已明显显现。从 2010 年至 2020 年，中国羰基铁粉产量由 771 吨大幅增长至 11850 吨，增幅达 14.4 倍。羰基铁粉自给率的大幅增加有效推动进口替代效应显现，中国企业生产的羰基铁粉产品已成为金属注射成型、高密度合金、人造金刚石及金刚石工具、软磁材料等行业进口羰基铁粉的替代产品，这推动行业国产化率的持续提升。如 2015 年之前巴斯夫的羰基铁粉占全国市场 80%，而至 2018 年巴斯夫羰基铁粉产品的市占率降至 20%，当前，国内自产的羰基铁粉产品市占率已升至 90%。

综合观察，羰基铁粉行业供需结构偏紧矛盾或逐渐显现。考虑到电子及新能源产业链的快速发展对高致密度且高性能羰基铁粉需求的持续提升，而行业供给端具有进入壁垒且呈现寡头垄断及强刚性特征，这意味着持续扩张的需求或推动羰基铁粉行业供应偏紧格局的显现。尽管羰基铁粉是金属粉末领域的分支，但考虑到其应用占比巨大的提升空间，**我们建议关注羰基铁粉市场的成长性机会。**

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2023 半年度展望：关注周期性、成长性及对冲性的配置价值》2023-07-06

**赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师**

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

建材：北新建材（000786）：行业低迷期降本提效，凸显稳健发展韧性

守“一体”拓“石膏板+”业务促消费转型，防水材料和其他产品业务增长带动营收提升。公司作为石膏板绝对的龙头，面对房地产市场弱复苏的冲击，石膏板业务作为“一体两翼”中的一体营业收入保持基本的稳定。同时积极发展石膏板+业务，不但拓展新品类，还设立了对应的事业部，并且加强了“工厂+工长”的新模式，从而推动公司向消费类建材制造服务商转型。防水材料业务在公司“轻装”的情况下，营业收入保持了较好的增长。在需求不足的情况下落实公司“市场份额优先”的原则，保证2023年上半年营业收入的稳定增长。

降本控费提升盈利能力，风控管控保证经营质量。公司不但依靠规模优势降低采购成本，同时加强生产精益化提高效率，不断地改进生产工艺，打造数字控制系统，从而实现“现场无人化、产线智能化”的目标，达到降低生产成本的目的。公司通过管理人工成本的压降和生产效率的提升，净利润率和年化ROE保持较高的水平。公司完善授信机制，启动清收机制，保证公司经营的质量。

公司抗风险能力强，持续发展和成长确定。2023年是房地产行业回归长期健康发展的年份，需求不足是行业面临的新发展环境。公司货币资金充裕，资产负债率低，公司综合优势明显，抗风险能力强，石膏板国内龙头地位稳固，海外拓展空间大；防水材料业务作为全国前三，能够保持较好的增长，包括石膏板+和涂料等业务发挥公司“战略、市场、技术、管理”的四大协同机制，保证公司的持续发展和成长。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2023-2025年对应EPS分别为2.27元、2.60元和3.03元，考虑公司石膏板和石膏板+的消费转型和经营质量的提升，龙头地位更加稳固，在新环境下抗风险能力强，以及防水材料和涂料等一体两翼的成长性，**维持公司“强烈推荐”的投资评级。**

风险提示：房地产行业景气度低迷持续性超预期。

参考报告：《北新建材（000786）：行业低迷期降本提效，凸显稳健发展韧性》2023-08-23

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