



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：高端掩膜版国产化率不足 3%，光掩膜上游材料和设备亟待突破

掩膜版是半导体制造工艺中的关键材料，用于半导体制造的光刻环节。掩膜版是承载图形设计和工艺技术等知识产权信息的载体，光掩膜约占芯片材料总成本的 13%。按照半导体制程来划分，130nm 以上半导体掩膜版占比为 54%，28-90nm 占比为 33%，28nm 以上占比为 13%。目前，掩膜版产业链包括上游核心材料及设备、中游掩膜版制造和下游半导体及相关产业。

据 SEMI 数据显示，2018-2022 年，全球半导体掩膜版市场规模由 40.41 亿美元增长至 49 亿美元，复合年均增长率达 4.9%，预计 2023 年半导体掩膜版市场规模将继续增长至 50.98 亿美元。半导体芯片掩膜版的主要厂商为晶圆厂自行配套的掩膜版工厂（captive suppliers）和独立第三方掩膜版生产商，独立第三方掩膜版的市场份额主要被日系厂商所占据。半导体光掩膜版的图形尺寸、精度及制造技术要求不断提高，促使高精度、低线宽半导体光掩膜版的市场需求明显增加，但高端光掩膜版国产化率仅为 3%。

独立第三方半导体掩膜版厂商既需要快速理解并转换上游芯片设计要求，又要充分了解下游晶圆制造工艺需求，需要有较强的上下游匹配能力。另外，掩膜版厂商对于光学邻近效应修正（OPC）和相移掩膜版（Phase Shift Mask, PSM）等技术提出了较高要求。掩膜版设备的供应商相比于晶圆厂垄断程度更高，主要被日本、美国和德国等厂商占据，后道工艺细分设备被德国蔡司和 Lasertec 等厂商所垄断。另外，光掩膜上游材料也基本被日系厂商占据，为降低原材料采购成本和控制终端产品质量，国际领先的掩膜版企业陆续向上游原材料行业延伸。

**投资策略：**受益于先进制程与国产替代双轮驱动，光掩膜行业有望迎来黄金发展期，建议以

核心竞争力和未来布局卡位为抓手精选个股，受益标的：路维光电、清溢光电。

风险提示：下游需求不及预期、技术迭代风险、客户拓展不及预期、中美贸易摩擦加剧。

参考报告：《电子元器件行业：复盘海外光掩膜行业龙头发展之路，给我们带来哪些启示？》  
2023-9-28



曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

### 交通运输：推荐左侧布局快递，首推圆通

受价格战影响，近期快递板块估值处于阶段性底部。我们认为，目前行业处于由价格竞争为主转为多元化竞争的关键时期，未来行业中各企业的盈利将会与服务质量带来的产品溢价直接挂钩，而在这一背景下，走在加盟商全面数字化转型前列的圆通将最为受益。

行业方面，经过多年的竞争，快递行业的产品层次逐渐清晰。电商件领域通达系本身足够便宜，继续降价的空间逐渐缩小，客户对于服务质量的要求则在持续提升，这意味着依靠价格工具来获取增量客户的经营策略面临边际收益递减，依靠优质的服务获取产品溢价的经营策略边际收益递增。

企业方面，为应对行业大环境发生的变化，则需要提升服务品质，通过深度介入客户的供应链体系加强客户粘性。加盟制快递的竞争已经从总部层面的竞争下沉到加盟商层面的竞争。加盟商强则公司强，为加盟商赋能，帮助加盟商和末端网点创造更多的价值是新一轮行业竞争的主线。这其中，圆通通过将数字化转型从总部全面推向加盟商，在面临行业转折时的占据先机。公司上半年股价明显下挫，目前 PE-TTM 估值仅 13 倍左右，处于历史较低水平，我们认为市场对于行业价格战的预期较为悲观，反而低估了行业龙头应对价格战的能力，因此目前是左侧配置的较好机会。

风险提示：宏观经济不景气、行业竞争加剧、人力成本超预期上涨等。

参考报告：《圆通速递（600233）：顺应行业发展趋势，数字化转型大有可为》2023-08-09



曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com



莫文娟 | 东兴证券能源开采研究助理

S1480122080006, 010-66555574, mwj882004@163.com

### 煤炭：国内外煤价上涨，海运费增加

**国内外动力煤、炼焦煤价格上升。**截至9月22日，秦皇岛动力煤山西优混5500平仓价格995.00元/吨，环比上月上涨180元/吨，涨幅为22.09%；澳大利亚纽卡斯尔港NEWC动力煤离岸价格159.00美元/吨，环比上月涨6.00%；京唐港对来自澳大利亚的主焦煤库提含税价报收2330.00元/吨，环比上月涨10.43%。截至9月18日，综合的中国炼焦煤价格指数报收2009.30元/吨，环比上月涨3.01%；

**动力煤炭生产速度提升，库存增加，下游需求下跌。**8月，原煤月度产量为38217.40万吨，同比增长3.17%，环比上月上涨463.20万吨，涨幅为1.23%。国有重点煤矿煤炭山西产4254.00万吨，环比上月上涨6.90万吨，涨幅为0.16%；内蒙古产1848.80万吨，环比上月上涨61.80万吨，涨幅为3.46%。截至9月20日，六大发电集团煤炭库存环比上月涨24.40万吨，涨幅1.79%；截至9月20日，六大发电集团日均耗煤量共81.60万吨，环比上月下跌6.17万吨，跌幅7.03%；8月，当月发电量环比上月跌11.80亿千瓦时，跌幅为0.14%。其中，8月当月火力发电量环比上月下降106.90亿千瓦时，跌幅为1.78%。

**动力煤月度进口量环比上月上涨。**8月，动力煤月度进口量达到1676.98万吨，环比上月上涨61.02万吨，涨幅达3.78%。

**国内外海运费上涨，其中印尼到港运费大幅上涨。**截至9月22日，从秦皇岛到上海航线上4-5万DWT的CBCFI报收19.40元/吨，较上月环比涨为16.17%。截至9月21日，澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费（巴拿马型）报收14.50美元/吨，环比上月上涨7.41%；印尼塔巴尼奥-中国广州（50000MT/10%）的煤炭CDFI程租报收11.26美元/吨，环比上月上涨29.46%。

**结论：**国内外动力煤、炼焦煤价格上升。动力煤炭生产速度提升，库存增加，下游需求下跌，进口量增加。国内外海运费上涨，其中印尼到港运费大幅上涨。

**风险提示：**行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

**参考报告：**《煤炭行业：国内外煤价上涨，海运费增加》2023-09-26



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

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

## 有色金属：玉龙股份（601028）：矿业双轮驱动战略提速，公司价值属性发生质变

公司是一家以金矿和新能源新材料矿产“双轮驱动”为主，以非金属矿和大宗贸易作为业务协同的国际化矿业公司，亦是国资济高控股集团“一体两翼”战略布局中唯一的矿产产业公司。公司在2021年“十四五”规划做出战略定位并于2022年积极实施有效的战略转型，在2022年分别完成帕金戈金矿的注入及并表（100%）、陕西楼房沟钒矿的股权过户登记（67%）、辽阳灯塔双利硅石矿的工商变更登记（35%）以及莫桑比克催腾矿业的股份登记（11.44%），公司已成为行业中黄金贵金属及新能源新材料矿商新秀。

公司业务模式由贸易类业务向多元化矿商业务转变。公司当前主营业务主要由两类构成，分别是贸易类业务以及矿山类业务。其中贸易类业务仍为公司营收及利润的主要业务，整体运营稳健且毛利水平显现优化（三年平均营收近110亿元，毛利水平由1.9%=>4.9%）。2022年贸易收入占主营比例98.67%，利润占比88.35%；鉴于近三年全球大宗商品价格受多重因素影响而呈现高波动性特征，可以反映公司具有极强的大宗贸易领域风控管理机制及产业链管理能力。公司矿山类业务成长属性强且业绩弹性大，得益于帕金戈金矿在2022年12月的产出贡献，矿山板块营收及毛利占总营收比例在2022年分别增长至1.32%及11.47%。考虑到2023年起帕金戈金矿已经进入全面达产阶段，叠加后期陕西楼房沟钒矿的产出释放，预计矿山业务占公司主营业务比例将呈现结构性的攀升。此外，鉴于矿采选业务具有的偏高毛利特征（公司2022年矿产金采选业务毛利率高达47.1%，单克成本约220元），我们认为公司整体毛利水平具有持续性优化空间。

矿业双轮驱动战略提速，公司价值属性发生质变。公司高效实施以黄金贵金属和新能源新材料矿产“双轮驱动”主业战略，矿山类业务自2023年将进入强成长周期。其中帕金戈金矿在2023年将进入全面达产状态（持股100%，拥有黄金资源量53.06吨（170.6万盎司）@4.5g/t，按60万吨产能和90%左右回收率测算，2023-2025年矿产金产量预计分别达到3.15/3.35/3.58吨）。陕西楼房沟钒矿预计2023年下半年采矿项目工程建设将启动，并在2025年进入试产状态（持股67%，拥有钒矿石量4610.29万吨，五氧化二钒资源量49.99万吨@1.08%，按66万吨产能、15%贫化率和约80%回收率测算，预计2025-2027年98%五氧化二钒产量分别为2407.1/3758.2/4814.2吨）。辽阳灯塔双利硅石矿为露天矿，建设周期约8个月，预计2023年底完成厂房主体建设和设备安装，2024年3月达产（持股35%，矿区范围内保有资源量456.2万吨，设计年产能50万吨，回采率97.5%）。非洲莫桑比克的催腾矿业是石墨新材料产业链中优质的上游矿产，其中安夸贝石墨矿项目已开展基建（持股11.44%，拥有石墨矿资源量约4,610万吨，设计年产能100万吨，年产天然鳞片石墨精矿约6万吨）。考虑到公司矿山类业务从资源端到产出端均已进入结构性攀升新阶段（帕金戈金矿项目在2023将是第一个完整年度的金矿财报合并至上市公司），而公司所涉及的矿产领域亦具有对冲及成长双重属性，预计矿山类业务的持续发展将有效优化公司的价值属性及估值弹性。

**多项竞争力优势构筑公司成长优势。**多元化优势：公司处于业务转型的快速发展新阶段，贸易+矿山产业链条的多元化发展有助公司协同效应、业务规模及经济效益的优化。团队优势：公司具有专业的矿业运营团队及高效的管理团队，帕金戈金矿项目运营能力及回收率的大幅优化有效印证公司矿业团队的运营能力；战略转型的迅速有效实施印证公司管理团队的强凝聚力、强业务能力及强执行力。股东优势：公司具有国资股东资源优势，控股股东拥有资源禀赋较好的矿业项目储备且有强融资能力，保障公司后续的矿业资本运作。

**盈利预测及投资评级：**公司业绩将受益于黄金产量及价格的上涨预期、公司经营规模（主要为产出规模）的扩张预期以及主营业务结构的切换。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 113.31/108.39/105.39 亿元，净利润分别为 5.88/8.296/9.49 亿元，对应 EPS 为 0.75/1.06/1.21 元/股，对应 PE 分别为 13.34X/9.46X/8.27X。考虑到公司大宗商品贸易业务的稳定，黄金定价中枢趋势性抬升、公司矿产金产量的持续性增长，以及公司估值属性的优化增强，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

**风险提示：**金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑，应收账款过高风险，存货风险，单一客户高集中度风险，资源国政治风险及汇率风险。

**参考报告：**《玉龙股份(601028)：矿业双轮驱动战略提速，公司价值属性发生质变》2023-09-28



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

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

### 建材：山东药玻（600529）：中硼硅药玻产品成长性可期

第八批集采落地和肺炎流行期有利于医药玻璃特别是中硼硅玻璃瓶需求进一步提升。2023年7月以来国家第八批药品集采中选结果开始在河南、江西、河北等多地陆续落地，涉及中选药品39种。在国家关联审批和一致性评价的政策要求下中硼硅替代需求进一步扩提升。同时，2023年肺炎支原体感染进入流行阶段等均带来医药玻璃瓶需求的改善，带来公司下游需求改善。

顺应行业趋势扩大中硼硅模制瓶产能，降本增效提升竞争力。公司作为模制瓶的龙头企业，产品规模优势突出，保证了客户产品需求的供给，降低了单品成本。特别是在一致性评价和关联审批的政策下，中硼硅模式瓶迎来的巨大替代发展空间，2022年在其他产品销量均下降的情况下中硼硅模制瓶需求旺盛，销量保持了快速的增长。2022年公司中硼硅模制瓶产能为10亿支，如果2022年定增建设40亿支中硼硅模制瓶产线和5.6亿支预灌封注射器完全达产，公司中硼硅模制瓶产能将大幅提升。2023年上半年投产中硼硅窑炉一座，10月份将投放第二座，产能进入释放阶段。同时，公司加快智能工厂和智能仓库建设，减少人工提升生产效率，降成本。2022年轻量薄壁的中硼硅模制瓶已经实现批量生产和销售，降低单品原料使用量，进一步提升产品成本优势。公司通过规模化降本增效提升自身竞争力。

**粘性客户资源丰富和产品高质量助力市场稳固和新拓展。**公司深耕药玻行业 50 年，积累了丰富的国内外客户资源，包括各大知名药企像恒瑞医药、齐鲁医药、华药集团、国药集团和复星医药等国内客户，以及辉瑞制药、赛诺菲安万特、葛兰素史克、勃林格殷格翰和利洁时集团等国外客户。由于公司的品牌优势和药玻产品的特殊性，客户具有高度的粘性，成为公司不断拓展新品的基础。同时，公司产品质量稳定，各项指标行业中居领先水平，特别是模制瓶接近国际同类先进水平。2022 年公司中硼硅药用玻璃管成品率基本达到预定目标，从研发逐步进入到产量释放阶段，有利于公司自制管的管瓶进一步推广。粘性客户群和高品质低成本产品助力公司稳固和进一步拓展市场。

**看好公司品质和规模成本优势下，广覆盖和高粘性的客户群保证公司中硼硅产品的稳定成长，维持公司“强烈推荐”评级。**

**风险提示：**公司国产替代的中硼硅制管项目落地速度低于预期和市场格局变化超出预期。

**参考报告：**《山东药玻(600529):中硼硅药玻产品成长性可期》2023-4-27;《山东药玻(600529):药玻龙头聚焦核心优势，深挖护城河》2022-09-30



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：ZOOM：视频会议+联络中心协同发展**

**在视频会议市场 ZOOM 维持领先优势。**在视频会议市场，中小企业和 C 端用户为主，客户一般只需要单独的视频会议产品。尽管 Microsoft 365 Business Standard 单价更低，但 Teams 与 Microsoft 365 众多功能组件集成，使得用户使用体验相对复杂，微软的捆绑销售优势并不显著。ZOOM 专注视频会议，产品简单易用，在 C 端应用市场已经形成口碑效应。根据 ZOOM 财报显示，2023 财年 ZOOM 在线用户月均流失率降低至 3.4%，连续 16 个月订阅用户数占比进一步提升至 72%。

**在协作办公市场 ZOOM 落后于 Teams。**大型企业对于协作办公的需求更为刚性。从追求增长角度，ZOOM 需要进入协作办公市场持续拓展大企业客户群体。在协作办公市场，Microsoft Teams 具有先发优势。2017 年 3 月，Microsoft Teams 首次正式上线；截止 2019 年 3 月（上线 2 周年），全球“财富 100 强”企业中 91 家采用 Teams，用户数超过 1 万人的企业有 150 家；2021 年 3 月（上线 4 周年），在全球“财富 100 强”企业中 93 家采用 Teams，用户数超过 1 万人的企业有 2700 多家。作为对比，截至 2021 年 1 月，ZOOM 大企业客户数量 1600 家。

**自研云端产品，实现联络中心市场从 0 到 1 布局。**自 2021 年开始，除了继续丰富视频会议和协作办公场景下的产品组件，ZOOM 公司逐步将资源投入到联络中心市场。2022 年 2 月，ZOOM 推出自研云端联络中心产品 Zoom Contact Center。全球云联络中心市场规模庞大。据市场研究机构 Markets and Markets，全球基于云的联络中心市场规模将从 2022 年的 178 亿美元增长到 2027 年的 546 亿美元，复合年增长率(CAGR)为 26.1%。全球联络中心市场行业分布

广、客户基数大并包含较多大型企业客户。一定程度上，联络中心市场的客户群体与视频会议产品的客户群体存在重合。目前 ZOOM 自研的 Contact Center 已经形成三大卖点。(1) 提供对话式 AI 聊天机器人服务，实现智能自助和转接服务。(2) 实现一体化的统一通信和联络中心体验。(3) 提供内置视频互动，与屏幕共享、文件共享和聊天等功能协同，为客户提供良好沟通体验。

**投资建议：**基于视频会议、统一通信和人工智能技术，ZOOM 公司布局联络中心市场，是公司提升大客户数量的关键性战略。从竞争角度，看好其视频会议+联络中心协同发展路径。理由如下：1) 从视频会议市场进入协作办公市场，公司与微软竞争并无显著优势；2) 从视频会议市场进入联络中心市场，联络中心集中度低，尚未形成巨头垄断，微软在此领域并不具备优势，2022 年 7 月微软才宣布推出数字联络中心平台。

**风险提示：**(1) 全球经济复苏进展缓慢；(2) 联络中心行业竞争激烈；(3) 自研产品客户认可度低。

**参考报告：**《海外 SaaS 系列报告之 2：ZOOM 视频通讯能否抵挡 Microsoft Teams 的进攻》  
2023-09-26

## 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