



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：MIM 工艺渗透率提升，折叠屏打开行业成长空间

全球 MIM 市场稳定增长，国内 MIM 市场 2026 年预计将达到 235 亿元。根据 Maximize Market Research 数据，2018 年市场规模为 28.7 亿美元，预计 2026 年将达到 69.2 亿美元，对应 2019-2026 年复合年均增长率（CAGR）为 11.9%。我们假设国内 MIM 行业 2026 年市场规模有望占据全球市场规模的 50%，对应国内市场空间为 235 亿人民币。

当前折叠屏手机渗透率较低，目前三星和华为折叠机市占率高。根据 Counterpoint Research 数据，2022 年全球折叠屏智能手机市场将从去年的 900 万部增长 73%，至 1600 万部，预计到 2023 年折叠屏手机将增长到 2600 万台。

随着技术逐步成熟，折叠屏铰链 MIM 市场规模有望扩大，我们预计国内折叠屏铰链 MIM 市场空间为 78-130 亿。得益于手机厂商及供应链厂商的共同推进，铰链设计快速走向成熟。当前折叠屏手机起步阶段，多数品牌厂商选择自研设计铰链并交由韩国或台湾供应商代加工。假设铰链 MIM 单机价值链为 300-500 元，根据 Counterpoint Research 数据，预计国内折叠屏铰链 MIM 市场空间为 78-130 亿，未来应用潜力大。

投资建议：统联精密是 MIM 行业新军，后发优势显著，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：(1) MIM 工艺推广不及预期；(2) 行业竞争加剧；(3) 折叠屏手机销量不及预期。

参考报告：《统联精密：后发优势显著的 MIM 成长新星》2022-08-22

**李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师**

S1480521030003, 18515800578, lij-j-yjs@dxzq.net.cn

汽车：新坐标（603040）：Q3 营收毛利率同比略降，新项目推进仍可期

受整车行业竞争加剧影响，2023Q3 公司营收同比略降。环比略有增长，增 6.4%。据公司 2023 年中报，公司是大众全球该类产品的核心供应商，获得上汽大众\一汽大众、欧洲大众、墨西哥大众和巴西大众项目定点，彰显了公司在精密冷锻领域的全球竞争力。大众体系外，公司还获得了比亚迪，长城汽车，商用车等项目定点。我们认为，随着新项目定点落地、汽车混动化推进，公司现有气门组产品业务仍然有望维持增长。

受汽车行业竞争加剧影响，2023Q3 综合毛利率略降，但仍在 50%以上：公司深度、全面布局冷锻工艺产业链，在该领域具备行业领先优势。该工艺的低成本、高效率优势及公司在该领域的技术、资源积淀仍是公司未来保持较高盈利能力的保障。

新能源汽车业务持续推进。冷锻工艺具备较强的产品横向拓展能力。据 2023 中报，近年来，除了继续深耕原有业务（发动机气门组业务），公司积极拓展冷锻工艺在汽车二氧化碳热泵系统及热管理集成模块、电驱动传动系统、动力电池系统壳体等新能源汽车产业链上的发展。我们认为，冷锻工艺具备高效、低成本优势，且公司全面布局冷锻工艺产业链，具备行业领先优势，新能源业务拓展可期。

风险提示：公司新产品推广不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，汽车行业景气度不及预期。

参考报告：《新坐标（603040）：Q3 营收毛利率同比略降，新项目推进仍可期》2023-10-30

**曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师**

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交通运输：中通快递-W（02057）：成本管控优秀，淡季盈利稳健显龙头本色

公司发布三季度财报，单季实现业务量 75.23 亿件（同比增长 18.1%），单季市场份额提升 0.3pct 至 22.4%，单季调整后净利润 23.4 亿，同比增长 25%。

公司在季报中表示，考虑到目前激烈竞争的市场环境，公司原本全年增长 1.5 个百分点的市场份额目标已经不合理，但仍然维持全年业务量达到 292.7 亿至 302.4 亿件的区间的指引，同比增长 20%至 24%。

优化直客占比导致单票收入降幅较大：公司三季度单季单票收入降至 1.17 元，较去年同期的 1.35 元下降 13.4%，环比二季度的 1.23 元下降 5.1%。收入下降系多重因素构成，一方面，报告期公司大力优化直客业务占比，直接服务企业客户收入（含派费收入）下降了 51.3%。另

一方面，行业竞争加剧，公司为保障市场份额提供了一定的增量补贴。

成本管控亮眼，单票盈利稳健：成本方面，受益于标准化与数字化的管理举措，三季度公司单票成本 0.82 元，较去年同期的 0.98 元显著下降，其中单票运输成本下降 0.06 元至 0.43 元/票；单票分拣成本下降 0.03 元至 0.27 元/票。此外，单票其他成本下降 0.07 元至 0.10 元/票，这部分成本下降主要与公司优化直客业务占比有关。得益于优秀的成本管控，公司单票盈利依旧维持了高水平。三季度单季公司单票毛利 0.35 元，较去年 Q3 的 0.37 元微降，调整后单票净利润 0.31 元，高于去年 Q3 的 0.29 元。

行业竞争加剧更显龙头本色：三季度行业价格竞争明显加剧，其他通达系快递企业季报单票盈利环比都呈下降趋势。但中通快递在行业利润下行周期中展现出强大的盈利稳定性。在中通和韵达已经处于盈亏平衡线附近，圆通单票盈利降至 0.14 元的情况下，中通依然保持了 3 毛以上的单票净利水平，相比竞争对手具备了较明显的优势。

中通一直坚持服务质量、业务规模和盈利水平三者均衡提增的战略。依靠多样化的产品和服务、一流的运营效率和最稳定的加盟网络，中通成功构建了高品牌认知度和客户满意度，并以此获得了收入端的溢价，避免了公司陷入行业成本内卷的困境。

盈利预测与估值建议：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 87.4、99.2 与 114.6 亿，对应 PE 分别为 15.3、13.5 和 11.7 倍。公司作为通达系龙头的地位稳固，且今年快递价格战导致板块估值持续下行，目前公司 PE 估值降至 15 倍左右，具备较强的安全边际。若价格战缓和，则盈利与股价皆有较大的向上弹性，**上调评级至“强烈推荐”。**

风险提示：行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期、宏观经济增速下滑。

参考报告：《中通快递-W (02057)：成本管控优秀，淡季盈利稳健显龙头本色》2023-11-22



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, mmj882004@163.com

煤炭：中国神华业务板块梳理之二——运输业务：自有铁路成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分，港航联合完善销售链条

中国神华精心组织铁路运输，保持运输通道高效畅通，保障煤炭运输安全。公司积极推动大物流业务发展，加强技术创新和智慧运输赋能。公司控制并运营围绕“晋西、陕北和蒙南”主要煤炭基地的环形辐射状铁路运输网络、“神朔—朔黄线”西煤东运大通道以及环渤海能源新通道黄大铁路，总铁路营业里程达 2,408 公里。自有铁路运输成本低、距离短，使得自有铁路成为中国神华一体化经营优势的重要组成部分。陕蒙地区通过大准、准池、朔黄等公司

自有铁路实现下水的煤炭，相较于经由大秦铁路在秦皇岛港下水的煤炭，具备运距短的竞争优势。

2022 全年自有铁路运输周转量 297.6 十亿吨公里，同比减少 1.9%，全年铁矿、锰矿、化工品等非煤货物运量 19.6 百万吨，其中反向运输货物量 12.1 百万吨。自营铁路不仅为公司煤炭业务的运输和销售提供了坚实的后盾，还为公司创造额外营收。2022 年铁路分部对外交易收入 13,423 百万元，占铁路分部总收入的 31.8%。公司自有运输网络展现出明显的运输成本优势。近五年来公司吨煤运输成本在 0.08 元/吨公里以下，成本维持低位。

港口分部持续提升港口作业效率，确保煤炭装船平稳高效。目前神华有三个港口，黄骅港、天津神华南疆煤码头和珠海煤码头，其中黄骅港煤炭下水量连续四年位居全国首位。2022 年自由港口下水煤量为 191.6 百万吨。公司稳步推进港口大物流业务发展，港口分部全年完成原油、化肥等非煤货物运量 7.7 百万吨。与此同时黄骅港 3 号、4 号通用散杂货码头顺利投用。

中国神华持续做好船舶安全管理监督，全力保障煤炭运输需求。公司充分利用自有船舶运货返程空载运力，提高公司船舶使用效率，积极挖掘市场货源，增加公司营业收入。2022 年，完成航运货运量 136.3 百万吨，同比增长 12.5%；完成航运周转量 133.6 十亿吨海里，同比增长 19.2%。兼具自营港口及航运，与铁路形成路港航全方位煤炭运输网络。

公司盈利预测及投资评级：我们认为，公司煤炭以长协煤业务为主，业绩稳健，盈利能力有保障，抗风险能力强。电力板块受装机不断增长，同时公司在售电业务加速发展，盈利有望显著改善。预计公 23~2 年归母净利润有望达 690/708.06/738.74 亿元，对应 EPS 为 3.47/3.56/3.72 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业内国企改革不及预期，行业面临有效需求不足，煤价波动不及预期的风险。

参考报告：《中国神华（601088）：完整产业链成就全球能源巨头，“中特估”加持，投资价值有望提升》2023-07-27；《中国神华（601088）：煤炭成本增长利润降低，电力量价齐升毛利率增长》2023-08-31



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：银泰黄金：战略规划有效实施将推动公司成长弹性进一步释放

事件：公司近期发布了发展战略规划纲要，对战略规划目标进行了实际指引。主要量化规划为十四五末矿产金产量 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨；2026 年末矿产金产量 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨；2028 年末矿产金产量 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨；十五五末矿产金产量 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。我们认为公司战略规划的量化指引及有效实施将有助于公司资源价值及成长弹性的进一步释放。

金资源储量增长，持续性勘探增储计划仍将提升矿权价值：截止 2022 年末，公司共有 7 宗采矿权及 15 宗探矿权，合计总资源矿石量为 10194.17 万吨（同比-0.5%）。其中金金属量 173.9 吨（+2%），银金属量 6921.2 吨（-3.3%），铅+锌金属量 166.71 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。公司年度勘探支出增长 20.8%至 1.23 亿元，其中青海大柴旦占比 57.2%，金金属量增加 3.13 吨（至 65.95 吨）。考虑到公司近 3 年勘探支出 CAGR 达 23.7%且形成有效金属增量，结合玉龙矿业处于多金属成矿带，青海大柴旦及板庙子均有较大找矿潜力，以及花敖包特银铅矿深部铜锡矿勘探，预计随着勘探进度推进及增储规划执行，公司矿权价值仍有较大提升空间。

公司金金属产出有强增长空间：公司 2022 年矿产金产量下降 2.1%至 7.06 吨，金/银/铅销量亦分别出现-3.2%/-6.9%/4%下滑，冬奥会叠加不可抗力对公司生产及运输均形成冲击（如吉林板庙子因疫情影响停产导致黄金产量-9.1%至 2.015 吨）。此外，青海大柴旦因磨机筒体问题而在 22H2 停产两个月，导致下半年该矿黄金产量仅有 0.496 吨（22H1 产 1.57 吨，全年产金-3.3%至 2.066 吨）。另一方面，尽管玉龙矿业年内因冬奥会无法采购炸药而遭受生产扰动，但公司银/铅/锌产量却分别同比+7%/+11.9%/+33.7%至 190.7 吨/1.18 万吨/1.77 万吨，显示玉龙矿业 1400t/d 技改的有效性 & 运营的稳定性。从公司远期产出观察，考虑到事件性扰动因素的消退，青海大柴旦细晶沟金矿（新立）及青龙沟金矿采矿权证的获得（合计 21.46 吨金金属）、黑河银泰选厂改扩建带来的选矿量提升（22 年采矿量+22.5%至 43.5 万吨，年黄金产量+4.6%至 2.98 吨）、玉龙矿业选矿厂改造项目的完成（达到 5000 吨/天）以及华盛金矿产能的释放（年产规模 120 万吨，品位 3.04g/t，露天开采方具备快速复产条件），我们预计公司矿产金产量有望升至 12 吨之上，较 2022 年增幅达 70%，这意味着公司仍是国内成长性最优的矿产金公司之一。

公司毛利水平仍有优化空间：尽管受生产要素价格上涨、采准费用、转固摊销费用增加以及生产运输扰动等因素影响，矿产品综合毛利下降 4.24pct 至 54.9%，但公司仍为业内成本控制最优的矿采选企业之一。其中 22 年公司矿产金克成本+12.6%至 167.54 元/克（毛利率 57.4%），矿产银克成本+6.4%至 1.83 元/克（但克银销售价格-9.8%从而导致银业务毛利率降至 48.9%），矿产铅及锌精粉吨成本亦分别上涨+28.4%及+26.7%至 6791 元/吨及 8254 元/吨（毛利率均在 48%左右）。考虑到生产要素价格趋于稳定，事件性影响消退，叠加公司矿采选规模优化放大及设备运转率的提高，预计公司单位产出成本将有优化（公司青海地区毛利率已从 60.5%增至 64.3%），这点亦可被公司 23H1 销售毛利率由 24.81%增至 30.64%所印证。

资产负债率低，运营管理及盈利能力强：公司是国内资产负债率最低的矿金企业，22 年资产负债率进一步降 0.99pct 至 21.57%（黄金行业 52.46%，23H1 进一步降至 15.62%），显示公司具备强扩张能力。此外，公司 22 年 ROE10.52%，近 3 年平均 ROE 为 12.05%（黄金行业平均 4.85%）；营业利润率 19.3%，近 3 年平均 20.7%（黄金行业平均 4.4%），综合显示出公司较强的矿业运营管理及盈利能力。

盈利预测与投资评级：考虑到黄金供需紧平衡态势的延续，央行购金以及流动性预期平稳下 ETF 持仓增加，结合黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵，人民币黄金均价或维持 420 元/克之上。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 98.91 亿元、114.46 亿元、132.21 亿元；归母净利润分别为 15.79 亿元、20.69 亿元和 25.78 亿元；EPS 分别为 0.57 元、0.75 元和 0.93 元，对应 PE 分别为 20.86、15.92 和 12.77，**维持“推荐”评级。**

风险提示：金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目产出进度及项目技改进度低于预期风险。

参考报告：《银泰黄金（000975.SZ）：业绩阶段性承压，矿产金业务有强成长空间》2023-03-02

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