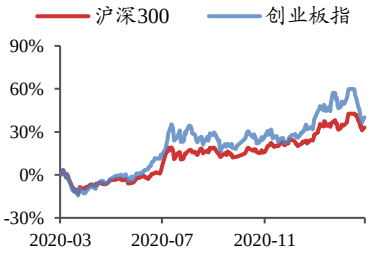
2021 年 03 月 02 日

开源晨会 0302

——晨会纪要

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	4.52
机械设备	4.02
钢铁	3.95
电气设备	3.82
有色金属	3.45

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
非银金融	-0.54
银行	-0.1
交通运输	0.49
综合	0.72
房地产	0.96

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】寻找市场的安全线——风格洞察与性价比追踪系列（二）——投资策略专题-20210301

如果假设 2019-2021 三年收益率向 ROE 回归与 2020-2021 两年回归的情形，创业板指和成长风格指数的还债压力均较大。

【策略】“新共识”在深化——资金跟踪系列之六——投资策略专题-20210301

上周(20210222-20210226)美元指数回落，通胀预期先上后下，海外流动性较好，国内流动性分层略加剧。

行业公司

【传媒】昆仑万维拟收购 StarMaker，卡位海外语音社交赛道——行业点评报告-20210228

1、昆仑万维子公司拟收购 Star Group60.65%股权，涉猎语音社交领域；2、StarMaker 由在线 K 歌细分赛道切入，通过深度本土化建立核心壁垒。

【钢铁有色】价格高位运行，关注供给端扰动——行业周报-20210228

在经历上周钢价大幅上涨之后，本周价格高位震荡。由于节后钢价的快速上涨更多是由预期推动，在下游需求尚未启动之际，产业链看好后市需求提前拉涨。

【房地产】土拍新政下龙头房企受益明显——行业周报-20210228

伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

【机械：龙马环卫(603686.SH)】城市环境解决方案龙头，管理增效盈利提升——公司首次覆盖报告-20210301

在城市环境治理加码和“碳中和”背景下，公司新能源环卫设备和城市服务业务均有望持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

【电子：顺络电子(002138.SZ)】电感龙头逆势高增长，5G 趋势和新品拓展是动力源——公司信息更新报告-20210301

5G 对电感需求的拉动以及汽车电子的快速发展为公司注入强劲成长动力。我们维持公司盈利预测，维持“买入”评级。

【新能源与电力设备：美畅股份(300861.SZ)】光伏金刚线隐形冠军，切入建材领域实现二次飞跃——公司首次覆盖报告-20210301

美畅股份是晶硅金刚线龙头，目前拥有 50%+的市场份额和绝对定价权，未来晶硅切割市场成长路径确定性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

【食品饮料：洋河股份(002304.SZ)】改革渐入佳境，踏上全新征程——公司信息更新报告-20210301

公司度过调整阵痛期，全年营收、业绩环比逐季持续改善，一季度业绩可期。

研报摘要

总量研究

【策略】寻找市场的安全线——风格洞察与性价比追踪系列（二）——投资策略专题-20210301

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

近期市场表现：全球股市调整，成长风格回撤较大

近 5 个交易日全球股市出现不同程度的调整，成长风格回撤较大，风格进一步收敛。近 5 个交易日 A 股涨幅排名靠前的集中在低估值板块（房地产、公用事业、建筑装饰），而估值较高的食品饮料、休闲服务等板块则大幅回调；概念指数中乡村振兴、环保概念、ST 概念、业绩暴雷指数涨幅靠前，近期 A 股在抱团股松动的同时主题投资有所升温，前期超跌指数也出现了技术性反弹。美股涨跌幅排名靠前的集中在与经济复苏更相关的板块（能源、金融与工业），而美股 ETF 中高股息、超短风格和做空生物科技的 ETF 涨幅居前，可见美股投资者对市场较为悲观。从风格上看，全球股市延续了上一期风格收敛的趋势，主要市场的成长风格出现了明显的调整。

股债风险溢价：A 股有所回升，美股仍在下行

近 5 个交易日 A 股股债风险溢价以及格雷厄姆的股债比均有所上行，而美股仍在下行。以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价上升了 23 个 BP，以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价上升了 25 个 BP；万得全 A 的格雷厄姆股债比也上升了 31 个 BP。以 10 年期美国国债到期收益率计算的恒生指数风险溢价上升了 39 个 BP，标普 500 的风险溢价下降了 3 个 BP；标普 500 的格雷厄姆股债比下降了 34 个 BP。

估值-盈利匹配度：A 股前期透支过多的指数与行业开始“还债”

从估值与盈利的匹配度来看，前期透支较多的行业和指数已经出现收益率向 ROE“还债”的现象。创业板指的 CAPE 回落明显，较 1 月下降了 11.5%。从风格上看，大盘成长和小盘成长的 CAPE 较 1 月分别下降了 3.1%和 1.24%，而大盘价值和小盘价值的 CAPE 则较 1 月分别上升了 2.54%和 3.46%。同时我们还计算了各个指数与行业的收益率与 ROE 之间的透支程度，我们发现截至 2021-02-28，创业板指、大盘成长以及沪深 300 已经出现收益率向 ROE“还债”的现象，对于行业也是如此：前期透支较多的行业，如食品饮料、休闲服务等，透支程度开始降低；而前期透支程度甚至为负的行业，如银行、房地产和建筑装饰等，透支程度开始向 0 靠拢甚至已经转正。如果假设 2019-2021 三年收益率向 ROE 回归与 2020-2021 两年回归的情形，创业板指和成长风格指数的还债压力均较大。

关键市场特征指标：A 股涨多跌少，但波动率明显抬升

从一些关键的市场特征指标上看，A 股的波动率在抱团松动下明显抬升。2021 年 2 月 A 股上涨个股数占比出现回升，标准差回落，茅指数大幅度回调。同时，A 股近期的波动率也明显抬升；从自由流通市值/M2 比值来看，如果 2021 年 2 月 M2 的同比增速＜15.74%，则自由流通市值/M2 比值则仍将在警戒线 15%以上。

风险提示：流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期。

【策略】“新共识”在深化——资金跟踪系列之六——投资策略专题-20210301

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

美元指数回落，通胀预期先上后下，海外流动性较好，国内流动性分层略加剧

上周(20210222-20210226)美元指数先降后升，整体有所回落，中美利差收窄，周五(20210226)略有回升，美债名义/实际利率均先升后降，其背后反映的通胀预期先上行后有所回落。对于海外而言，上周美国不同期限/等级企业债信用利差维持不变或略有走阔，Ted 利差先走阔后收窄但仍维持低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对

于国内而言，上周流动性分层略加剧，信用利差大多震荡收窄。

银行、地产及部分通胀品种仍是北上内部共识

上周(20210222-20210226)外资配置盘净买入 A 股 44.56 亿元，外资交易盘净卖出 A 股 134.45 亿元。行业上，北上配置盘与交易盘仍存在一定分歧，两者共识在于净卖出食品饮料、商贸零售以及建材等行业，同时净买入银行、农林牧渔、有色、房地产、石油石化以及钢铁等行业。银行、地产以及部分通胀品种仍是北上配置/交易盘的共识。分市值看，上周北上配置盘在电新、化工、交运、机械、食品饮料、轻工、消费者服务以及建材等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的。

两融活跃度下降，主要净买入有色、食品饮料、银行以及化工等板块

上周(20210222-20210226)两融活跃度有所下降。上周两融投资者整体净买入约 10.63 亿元，分行业看，主要净买入有色、食品饮料、银行以及化工等行业，主要净卖出非银、电子、电新以及汽车等板块。

公募资产/负债端的认知在消费、金融地产板块以及部分通胀品种上达成共识

上周(20210222-20210226)偏股混合型和普通股票型基金的仓位上升，主要加仓食品饮料、医药、消费者服务、汽车、计算机以及金融地产等板块，主要减仓有色、农林牧渔以及军工等板块，加仓的板块仍以消费为主。值得一提的是，金融地产与以石油石化、煤炭等为代表的通胀交易品种均获得一定程度的加仓。货币型 ETF 被持续净申购，这意味着上周货币型基金整体可能被净申购，货基可能吸纳了来自股票基金或者理财等其他资产的赎回资金。而从个人持有比例较高的 ETF 的申赎行为来看：面临市场的调整，部分个人投资者可能在选择“抄底”。分行业看，与金融地产、科技、医药、周期、消费以及军工等板块相关的 ETF 均被净申购，与新能源汽车、传媒以及环保等板块相关的 ETF 被净赎回。这意味着个人投资者选择抄底的方向是金融地产、科技、医药、周期、消费以及军工等板块。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：主动偏股基金与其负债端的个人投资者在医药、消费、金融地产以及部分通胀品种等板块达成共识。结合相对稳定的北上配置盘的行为来看：公募基金与负债端（个人申购）在以食品饮料、消费者服务以及汽车为代表的消费板块，与其主要对手盘（北上）存在较大分歧，但三者在金融地产板块以及部分通胀品种的共识在逐步深化。而以北上交易盘和两融为代表的趋势交易者，上周同样表现出了对金融地产和通胀品种认可。这意味着市场对于金融地产板块以及部分通胀品种的共识正在深化。

风险提示：测算误差

行业公司

【传媒】昆仑万维拟收购 StarMaker，及时卡位海外语音社交赛道——行业点评报告-20210228

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

昆仑万维子公司拟收购 Star Group60.65%股权，涉猎语音社交领域

2021 年 2 月 26 日，昆仑万维发布公告宣布其全资子公司 Kunlun Group 拟收购 Star Group Interactive Inc 股东持有的 60.65%股权，合计交易对价为 13.95 亿元人民币。Star Group 旗下主要产品 StarMaker 是全球音频社交社区，用户覆盖全球一百多个国家，并在多个市场成为头部音频应用。根据易观分析的数据，基于用户数据和营收规模，2020 年 StarMaker 位列娱乐社交领域出海企业第三名，全球下载量达 6227 万，全球月均活跃用户达 5184 万。Star Group2020 年营业收入为 6.20 亿元，净利润为 0.91 亿元，承诺 2021-2023 年的扣非净利润分别不低于 1.92/2.30/2.76 亿元。本次交易完成后，公司合计持有 Star Group 80%的股权，正式布局在线语音社交领域，亦有望大幅提升公司业绩。

StarMaker 由在线 K 歌细分赛道切入，通过深度本土化建立核心壁垒

StarMaker 以音频社交+K 歌娱乐全面融合为核心，聚合了合唱、直播、语音互动房间和 Jam（多人音乐视频录制模式）等多种形式，围绕音乐建立起用户强互动氛围，实现了小众赛道的精准定位。Star Group 与全球主流音乐

版权方都建立了合作与联系，平台内音乐曲库完善；用户还可通过加入家族形成紧密的社群关系，增强了平台粘性和用户归属感。在本地化方面，StarMaker 针对全球 50 多种语言进行了精细化适配和改良，也与本地明星、综艺 IP 等合作方持续深入合作，同时尊重本地用户的认知、需求和习惯，并投入资源从产品、运营、市场等多个层面进行专项适配，进一步加宽平台护城河。

昆仑万维布局成长潜力大的在线海外语音社交市场，有望享受行业红利

我们认为，海外多数地区正处于移动互联网红利期，视频社交和语音社交蓬勃发展，对传统文字社交产生较大冲击。其中，在视觉时间几乎被手机抢占的情况下，听觉时间仍存在大量填充空间，语音社交需求静待挖掘，在线语音社交市场的长期发展潜力较大。昆仑万维通过及时收购 StarMaker 卡位海外语音社交赛道，有望在在线 K 歌社交的细分领域内实现较快增长，并或与 GameArk 等其他核心业务产生协同效应。

参照海外平台发展模式，国内小众语音社交平台或更容易脱颖而出

从海外市场来看，不同圈层/地区人群的语音社交需求存在差异，头部语音社交平台均采取深耕细分赛道的商业模式。因此我们认为，能够明确核心受众和社区调性，真正实现因地制宜的小而精模式的语音社交平台发展优势更为显著。未来，国内的小众在线语音社交平台或通过聚焦细分需求和挖掘兴趣垂类，有望在以综合性语音直播平台为主的市场中实现突围。语音社交板块受益标的包括昆仑万维、Yalla、荔枝和映客。

风险提示：市场竞争加剧、变现方式拓展或存在瓶颈等。

【钢铁有色】价格高位运行，关注供给端扰动——行业周报-20210228

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

价格维持高位，关注后期供给端变化

在经历上周（2 月 18 日-2 月 20 日，下同）钢价大幅上涨之后，本周（2 月 22 日至 2 月 26 日，下同）价格高位震荡。由于节后钢价的快速上涨更多是由预期推动，在下游需求尚未启动之际，产业链看好后市需求提前拉涨。我们对旺季需求表现相对乐观，但后期钢价波动却有可能加大。一方面，近期库存增幅较快，按照农历同期来看，社会库存绝对值已是往年同期最高水平；另一方面，前期价格大涨已经在一定程度上反应了后期需求的乐观预期，因此旺季钢价若要继续上行，需求必须超预期。由于未来价格继续上涨对需求强度要求较高，而未来需求释放力度能否超预期存在一定不确定性，因此我们需要警惕后期成交相对“旺盛”但价格却不及预期的可能。另外，2021 年工信部提出要切实压缩钢铁产量，而近期唐山大气污染物总量控制减排又有加严趋势，后期我们需要重点跟踪行业供给端可能带来的扰动。若行业限产加剧，钢企盈利有望迎来快速改善，板块有阶段性估值修复机会，具体可受益标的包括宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等。

关注高端铜合金龙头博威合金投资机会

当前我国铜加工行业大而不强，高端铜合金材料仍受制于人，大量高端铜材依赖海外进口。虽然国内铜合金产品在性能和牌号数量上与海外巨头仍存差距，但通过长期自主研发，我国企业已在部分高端产品实现了产业化突破。博威合金凭借三十年合金材料的研发底蕴及快速产业化能力，已实现上百种合金牌号的产业化。针对高端带材产能扩产，公司将有效解决高端板带材产能的制约，抢滩高端市场份额，加速迈入国产替代机遇期。我们预计到 2019-2022 年公司高端板带材产能将从 2 万吨升至 6.3 万吨，合金材料总产能从 14.5 万吨升至 24.1 万吨，到 2023 年合金材料产能有望翻倍，业务结构更加聚焦核心主业。伴随未来高端板带材产能的投产放量，产品结构持续优化，加之原有合金材料继续优化，未来公司新材料毛利率有望持续改善。我们预计 2019-2022 新材料业务吨毛利将从 6244 元升至 6713 元，助力公司业绩进一步高增。

板块重点数据跟踪

需求整体反弹：本周（2.22-2.26）全国建筑钢材成交量均值 9.67 万吨，周环比上升 7.5 万吨。根据 Mysteel 数

据测算显示，螺纹钢表观消费 102.9 万吨，周环比上升 72.28%；热轧板卷表观消费 290.7 万吨，周环比上升 3.99%；

供应震荡走弱：全国高炉开工率（163 家）66.16%，周环比下降 0.28pct；唐山钢厂产能利用率 76.13%，周环比上升 0.84pct。五大品种全国周产量共 1011.2 万吨，环比上升 7.47 万吨，涨幅 0.74%；

盈利整体反弹：本周（2.22-2.26）螺纹钢吨毛利 29 元，环比上涨 221 元；热轧板吨毛利 113 元，环比上涨 191 元；冷轧板吨毛利 39 元，环比上涨 271 元；中厚板吨毛利-68 元，环比上涨 234 元。

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期。

【房地产】一二手成交靓眼，土拍新政下龙头房企受益明显——行业周报-20210228

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

住宅土地出让“零售改批发”，改善行业利润率可期

（1）住宅土地出让“零售改批发”，未来拿地溢价率有望回落。据澎湃新闻消息，住建部发文直接监控 22 个热点城市，实施两集中（集中发布出让公告，集中组织出让活动）。“两集中”带来土地供应端变革，土拍“零售改批发”，土地溢价率有望下降，改善房企毛利率。一方面，集中出让下，中小房企资金量有限，能够参与的项目数量减少，土拍竞争热度下降，高价地减少；另一方面，集中出让虽然没有改变供应量，但供应节奏变化，短期资金分流下土拍热度也会下降。地方政府土拍“零售改批发”，平抑土拍热度，政府让利，受益的将是居民端和企业端；土地供应端变革后，房企运营能力和规模成为关键能力。（2）地方政策看，人才保障方面，太原对于 2 月 20 日至 3 月 31 日在万柏林区范围内购买五证齐全的新建普通商品住房的各级各类人才，由区财政一次性补贴 5 万元。青岛进一步优化人才住房配建制度，人才房销售价格原则上应不高于同区域商品住房价格的 80%。租赁政策方面，宁波明确租赁住房试点专项资金使用范围，明确奖补标准。户籍政策方面，江西全面放开全省城镇落户条件，全面取消参加社保、居住年限、就业年限等落户限制。市场规范方面，深圳开展经纪机构二手住房成交参考价格应用情况专项检查，将检查经纪机构和经纪人员在门店、网站、微信、QQ 等网络平台发布的（挂牌）价格是否超出成交参考价格。本周政策的热点集中在土拍“两集中”新政，住宅土地出让“零售改批发”，未来拿地溢价率有望回落，利好一二线龙头房企。

成交：一二手成交增长靓眼

(1)新房：2021 年第 9 周，全国 32 城成交面积 470 万平米，同比增加 138%，环比增加 169%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 4218 万平米，累计同比增加 116%。(2)二手房：2021 年第 9 周，全国 9 城成交面积为 115 万平米，同比增速 138%，前值 86%；年初至今累计成交面积 933 万平米，同比增速 69%，较前值提升 7 个百分点。

资金：单周发债规模下降，利率有所回升

2021 年第 9 周，信用债发行 88.2 亿元，同比减少 36%，环比增加 558%，平均加权利率 4.83%，环比减少 72BPs；海外债发行 0.6 亿美元，同比减少 97%，环比减少 71%，平均加权利率 2.95%，环比减少 65BPs。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【机械：龙马环卫(603686.SH)】城市环境解决方案龙头，管理增效盈利提升——公司首次覆盖报告-20210301

王珂 （分析师）证书编号：S0790520110002

管理增效，盈利提升

龙马环卫 2019 年、2020 年前三季度经营性现金流和盈利水平均出现明显改善，设备业务不断夯实财务质量，服务业务项目数量持续增加。公司加强一线管理，推广标杆项目的管理经验，财务管理与激励机制初见成效，由此促进了环卫运营业务盈利提升。在城市环境治理加码和“碳中和”背景下，公司新能源环卫设备和城市服务业务均有望持续增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.42 /5.36 / 6.34 亿元，EPS 分别为 1.06/1.29/1.53 元/股，当前股价对应市盈率分别为 17.0/14.0/11.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

2020 年前三季度现金流与利润率明显改善

根据龙马环卫 2020 年三季报，2020Q1-Q3 公司服务和设备业务毛利率分别同比提升 5.26pct、0.03pct，达到 2017 年以来高位。从 2019 年起公司财务管理取得显著成效，2019 年、2020Q1-Q3 经营性净现金流分别实现 3.23、3.69 亿元。2019 年开始的员工持股计划尤其是激励基金已经发挥作用，长效激励机制平稳运行。

环卫设备：夯实财务质量

在“后疫情”时代全国各地持续开展环境保洁工作，“碳中和”背景下地方政府加码新能源车辆采购，环卫车辆采购规模有望继续增加。2020Q3 期末公司存货与应收账款均出现下降，经营性净现金流与净利润匹配度高，财务质量不断夯实反映出公司追求财务质量的战略方向。

环卫服务：盈利弹性可期

2015-2019 年服务业务收入年复合增速达到 165%。通过我们的测算，公司服务业务收入 2020-2022 年均复合增速有望保持在约 40%的水平。2020Q1-Q3 公司服务毛利率达到 25.34%，是 2017 年以来最高水平，子公司盈利水平仍有提升空间。公司服务收入保持中高速增长、叠加盈利水平逐步提升的趋势正在加强。

风险提示：行业竞争加剧；环卫市场化低于预期；政府投资低于预期。

【电子：顺络电子(002138.SZ)】电感龙头逆势高增长，5G 趋势和新品拓展是动力源——公司信息更新报告-20210301

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007

业绩符合预期，维持“买入”评级。

2020 年公司实现营收 34.77 亿元，同比增长 29.09%，归母净利润 5.88 亿元，同比增长 46.5%，归母净利润落于业绩预告中值偏上，符合预期。5G 对电感需求的拉动以及汽车电子的快速发展为公司注入强劲成长动力。我们维持公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 7.84/10.19/13.73 亿元，EPS 为 0.97、1.26 和 1.70 元，当前股价对应 PE 为 35.5、27.3、20.3 倍，维持“买入”评级。

通讯业务受益 5G 趋势、汽车电子新品放量，全年营收保持快速成长。

通信业务主要受益 5G 趋势带动的需求增长和客户份额提升。（1）5G 业务拉动下，手机终端、基站对于电感、滤波器、天线等产品单机用量大幅度增加；（2）终端厂商的供应链自主可控诉求背景下，公司在主要客户的份额持续提升。汽车电子方面，新品持续导入下游客户，高速共模、小磁环共模、车载网络变压器、OBC、为储能应用领域开发的 BMS 类元件等产品均实现批量交付。

订单饱满和新品占比提升拉高全年毛利率。

2020 年公司实现毛利率 36.26%，比 2019 年同期增长 2.11 个百分点，主要原因：（1）获得海内外大客户信赖，订单充足，产能利用率高，价格下降速度趋缓；（2）新产品销售比例持续提升；（3）强化组织内部经营意识和绩效评价，激发组织活力，生产效率持续提升。

需求景气叠加低库存和高在建工程，快速成长有望延续。

5G 和元器件国产替代趋势下，以电感为代表的电子元器件在后疫情时代的景气度值得期待。受益行业高景气度，公司库存维持在低位，2020Q4 存货周转天数 85.8 天，是 2018Q2 以来的最低水平，2020H2 库存商品周转天数 24 天，历史上最低水平。公司也积极扩产满足下游需求，2020Q4 在建工程 7.8 亿元，创历史新高。低库存水位、高在建工程，为公司延续快速成长打下了坚实基础。

风险提示：全球疫情再次爆发；元器件国产化进度缓慢；下游终端需求疲软。

【新能源与电力设备：美畅股份(300861.SZ)】光伏金刚线隐形冠军，切入建材领域实现二次飞跃——公司首次覆盖报告-20210301

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 蔡紫豪（分析师）证书编号：S0790520120001

与强者为伍，优质基因造就细分龙头

美畅股份是晶硅金刚线龙头，目前拥有 50%+的市场份额和绝对定价权，未来晶硅切割市场成长路径确定性较强。与强者为伍的优质基因造就公司成为细分市场龙头：（1）与优质供应商合作提升产品力，从进口替代到引领金刚线市场；（2）合作研发满足龙头客户需求引导金刚线市场发展。公司优质的基因造就晶硅金刚线龙头，并有望复制这一成功模式进入建材切割领域，我们看好公司长期竞争力，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.59/7.08/9.19 亿元，EPS 为 1.15/1.77/2.30 元，当前股价对应 PE 为 48.1/31.2/24.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

市场渐出清，龙头显本色

2016~2018 年是金刚线渗透率快速提升的黄金时期，产能快速扩充后，行业遭遇 2018 年“531”需求遇冷，金刚线价格快速下滑，2018~2019 年价格同比降低 20%和 45%，致使 2019 年部分企业盈利处于亏损状态。经过 2019~2020 年的行业出清，美畅股份通过前沿的生产技术和优秀的成本控制能力，致使市占率（我们测算 2020 年市占率 45%）和盈利能力（2020 前三季度毛利率高于竞争对手近一倍达到约 60%）远超竞争对手，龙头优势凸显无疑。公司的市场地位和定价权有力抑制竞争对手扩产，完全称霸晶硅金刚线市场，预计远期市占率有望提升至 70%。

发力建材切割市场，拓展空间二次成长

公司在晶硅金刚石线领域已获得绝对竞争优势，龙头地位确立，为拓展新增长点，公司定位建材切割市场，将金刚线切割应用于建筑材料，根据客户需求共同研发适用于建材市场的金刚线产品和生产设备，先发优势明显。根据测算，预计 2025 年金刚石线在建筑保温材料市场空间近 150 亿元。根据公告，公司目前已经签订了用于保温板切割的设备和金刚线产品合同，市场拓展进程良好。因公司具有晶硅精细切割的生产经验和研发积累，公司有望复制过去的成功历程，在建筑切割市场形成竞争优势，实现二次飞跃。

风险提示：光伏需求不及预期、产品价格下降超预期、新业务拓展不及预期。

【食品饮料：洋河股份(002304.SZ)】改革渐入佳境，踏上全新征程——公司信息更新报告-20210301

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

1、公司改革持续推进，长期发展潜力显现，维持“增持”评级

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现营收 211.2 亿元，同比下降 8.7%，实现归母净利润 74.8 亿元，同比增长 1.3%；其中 Q4 实现营收 22.1 亿元，同比增长 9.0%，归母净利润 2.9 亿元，同比+23.3%。随着 M6+占位成功及渠道利益理顺，主力产品水晶 M3 升级顺利，公司品牌力和发展赛道将再上新台阶。同时内部激励有望落地，保障未来进一步增长。由于 2020Q4 净利率低于此前预期，我们略下调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 74.8 亿元（-2.2）、84.5 亿元（-2.3）、98.0 亿元（-1.7），EPS 分别为 4.96 元（-0.15）、5.61 元（-0.15）、6.50 元（-0.12），同比分别增长 1.3%、13.1%、15.9%，当前股价对应 PE 分别为 38.1、33.7、29.1 倍，维持“增持”评

级。

2、度过调整阵痛期，全年营收、业绩环比逐季持续改善

公司四季度营收、业绩进一步加速，主要原因一方面是 2019 年同期公司处于营销改革的阵痛期导致基数较低，另一方面随着产品、渠道调整基本完成，M6+、水晶 M3、海、天系列从严控配额到适当放量，从而带动营收进入加速通道。

3、春节新品动销加速，一季报开门红可期

春节期间洋河水晶 M3、M6+动销顺畅，叠加实行配额制控制发货节奏，价格坚挺，渠道积极性高，可判断升级大概率成功。我们预计，春节期间 M6+动销较中秋进一步加速，节后大部分地区库存水平很低，水晶 M3 与老版 M3 合计实现销售额较同期实现较好增长。此外，公司后续将分别对天之蓝、海之蓝进行调整，2021 年公司经营渐入佳境。

4、新老团队顺利交接，股权激励方案将随后落地

新老管理团队顺利交接，新任董事长张联东之前为宿迁市洋河新区党工委书记，熟悉公司情况，工作前后衔接顺畅，与公司核心人员配合度高；股权激励方案可能随后落地，完善公司的激励机制，激发核心人员积极性，为营销改革措施的顺利执行提供内生动力。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn