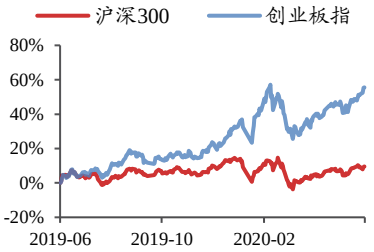
2020 年 06 月 18 日

开源晨会 0618

——晨会纪要

市场快报

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(%)
医药生物	2.38
钢铁	2.36
国防军工	1.61
农林牧渔	1.1
传媒	0.87

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-1.7
电气设备	-0.75
家用电器	-0.51
建筑材料	-0.5
房地产	-0.48

数据来源：贝格数据

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

观点精粹

总量视角

【策略】遗失的 800 点：上证指数低收益率之谜——投资策略专题-20200616

自由流通市值加权与总市值加权计算的上证指数相差近 800 点。万得全 A 市场回报率向企业盈利增长收敛，一方面由于资本市场改革，另一方面市场对稳态增长的定价更为充分。资本市场改革和市场定价机制是比调整指数编制更重要的问题。

行业公司

【传媒】直播电商系列报告之 MCN：集聚新流量，提振新经济，“MCN+X”未来可期——行业深度报告-20200617

MCN 集聚新流量，提振新经济，“MCN+X”拓展更广发展空间；新经济浪潮中异军突起，后疫情时代助力经济复苏；“MCN+X”，多业态融合，重构新营销

【化工】国产替代势在必行，新材料进入战略发展期——新材料行业 2020 年中期投资策略-20200617

国产替代是目前以及未来新材料行业的成长主旋律。重点看好半导体材料，OLED 发光材料、COC/COP 光学材料，尾气催化材料和可降解塑料。

【煤炭石化】走出至暗，回归正途，底部布局——煤炭行业 2020 年中期投资策略-20200617

供给端趋于理性，需求有望进一步盘活内需。结合水电挤出效应减弱、库存低位增强迎峰度夏补库预期，下半年动力煤价格将平稳运行，炼焦煤价格有望反弹。

【化工】否极泰来，基础化工龙头进入战略配置期——行业投资策略-20200617

化工行业处于“低业绩+低价格+低估值”的阶段。随着国内经济数据向好，化工品各下游行业基本面将改善，继续看好化工周期复苏，分支龙头望迎估值修复。

【机械军工：先导智能(300450.SZ)】全球电动化趋势明确，动力电池企业扩产周期利好锂电设备龙头——公司首次覆盖报告-20200617

公司受益于新能源汽车发展前景，短期受益于下游动力电池扩产周期。预计 2020/2021/2022 可实现归母净利润 10.6/13.3/16.2 亿元；EPS 分别为 1.2/1.5/1.8 元；当前股价对应 PE 为 39/31/26 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

【家用电器：老板电器(002508.SZ)】高端厨电龙头地位稳固，工程渠道优势显著——公司首次覆盖报告-20200617

新兴厨电行业有望快速增长，公司扩产品、拓渠道和品牌年轻化，业绩有望增长。预计公司 2020-2022 年归母净利润 17.25/19.59/21.95 亿元，对应 EPS 1.82/2.06/2.31 元，当前股价对应 PE 为 17.8/15.6/14.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

【机械军工：杰瑞股份(002353.SZ)】国内油服设备龙头企业，国际油价波动不改公司业绩增长预期——公司首次覆盖报告-20200617

国内油气开发景气度维持高位，公司盈利能力持续增长，首次覆盖给予“买入”评级，国内油气开发的市场景气度高于国际，助力公司业绩增长。

研报摘要

总量研究

【策略】遗失的 800 点：上证指数低收益率之谜——投资策略专题-20200616

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

“失真”的上证指数：上市公司盈利和指数表现背离

步入千禧年之时，上证指数收盘价为 1366.58 点，万得全 A 为 1000 点；将近 20 年过去后，万得全 A 已经达到了约 4400 点，而上证指数仍在 3000 点以下徘徊，二者相差近 1500 点。上证指数 2000 年以来年化收益率仅为 3.75%，在所有主要股指中排名垫底，但从营业收入和净利润的角度看，上证指数上市公司的营业收入年化增长率和净利润年化增长率分别排名第 5、第 11。上证指数作为表征上交所上市公司的标准指数，其近 20 年过低的年化收益率与较高的盈利增长存在明显的差距，因此这也是市场认为上证指数“失真”不能完全反映经济运行、上市公司发展情况的重要原因。

成分股纳入标准或不是“失真”原因，权重计算标准才是关键

我们认为，一个指数的编制最重要的两个要素包括：成分股的纳入标准、权重的计算标准。B 股和 ST 系列股是否应该纳入上证指数以及新股发行之后纳入指数的时间并非指数“失真”的原因，权重计算标准的差异可能才是“罪魁祸首”：首先，相对于万得全 A 而言，上证指数的传统行业占比仍在提升，而科技行业占比有所下降；其次，通过用业绩归因的方法我们发现：上证指数在行业配置方面上整体贡献为负，这也说明上证指数在行业上权重上的偏离降低了收益率。

业绩归因视角：历史上上证指数刻画的“市场”和我们实际的市场

我们用上证指数 VS 万得全 A 进行业绩归因发现：过去十年中，在 2014 年上证指数难以刻画大量非权重股的突出表现；在 2012 年、2013 年、2016 年、2017 年和 2018 年，上证指数无法很好刻画市场中优势行业的表现；而在 2011 年、2015 年、2019 年以及 2020 年，上证指数在行业和个股行情上都存在一定的偏离。

遗失的 800 点：低收益率的更多思考

我们尝试以自由流通市值加权计算上证指数，这种方法背后的逻辑是自由流通市值更能体现市场选择对于指数权重的影响，我们发现最终通过自由流通市值计算的行业权重占比相比于总市值的变化很好地体现了上市公司净利润增长的分布。如果以最早公告成分股权重的 2011 年 9 月 30 日作为基点，则计算到 2020 年 6 月 12 日的上证指数应为 3737.70 点，比真实的收盘价高出近 800 点。我们同时发现，自 2011 年开始，万得全 A 的市场回报率开始逐步向企业的盈利增长收敛，我们认为一方面这是资本市场改革的功劳，更重要的是，根据 DDM 两阶段定价模型，市场对于稳态增长的定价开始更为充分。上证指数要更好度量未来，我们认为还需要进一步调整成分股构成，纳入部分科创板公司可能是一个选择。不过，如何进一步推动资本市场改革，进一步提升回报率，需要发挥市场定价机制的作用，我们认为这将是比调整指数编制更为重要的问题。

风险提示：国内经济下行超预期；中美摩擦、海外疫情超预期恶化

行业公司

【传媒】直播电商系列报告之 MCN：集聚新流量，提振新经济，“MCN+X”未来可期——行业深度报告-20200617

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

MCN 集聚新流量，提振新经济，“MCN+X”拓展更广发展空间

MCN 根据供需关系选品类，根据流量选渠道，与品牌和平台达成多方共赢，因而获得较快发展。后疫情时代，MCN 积极拥抱用户“提质增量”带来的潜在空间，创造“点面结合”的营销模式，同时名人明星和官媒给予强力背书，不断拓展长期发展空间。未来我们看好“MCN+X”的发展模式，数字营销、广电平台、电商服务、品牌工厂与 MCN 多元互融，未来可期。

新经济浪潮中异军突起，后疫情时代助力经济复苏

我们认为 MCN 的成功之匙在于“How&Why”。How 指 MCN 重视品类和渠道的选择，使其自身拥有发展的基础条件；Why 指 MCN 服务的品牌和营销的平台均能从其业务中获得收益，这为 MCN 的快速崛起提供了外部条件。MCN 重构营销形态，同时提升产业链变现效率，最终实现多方合作共赢。在 2020 年第一季度，互联网“新流量”快速增加，其中以网购、短视频和网络直播平台流量增长最为明显，且用户使用互联网时长增加，在“质”和“量”两个层面提升 MCN 潜在用户水平。根据我们的测算，“新流量”入场有望推动直播电商单日 GMV 达 400 亿以上，同时或为 MCN 机构带来约 30 亿元的佣金收入。同时，MCN 通过“点面结合”的营销策略，一方面直播电商和广告营销互相配合，另一方面头部 KOL 与腰尾部 KOL 合理搭配，从横纵两个层次全方位触达终端消费者。此外，名人、明星和官方媒体开启直播带货，进一步提升行业影响力。MCN 协同多方参与者共同提振新经济。

“MCN+X”，多业态融合，重构新营销

我们判断 MCN 有望与多业态加强合作，构建多类型的营销形态。1）MCN+数字营销：依托数字营销资源整合、媒介投放等方面的优势，有望开拓全业态整合营销；2）MCN+广电平台：依托广电平台节目制作和主持人资源优势，有望打造融媒体矩阵；3）MCN+电商服务：依托电商导购、代运营等服务商的数据优势，有望在垂直领域精准营销；4）MCN+品牌工厂：KOL 触达 C 端，工厂为 M 端，C2M 模式下扁平化营销或能为新制造赋能。

建议关注及受益标的

建议关注元隆雅图（拓展新媒体营销，布局 MCN 业务）；壹网壹创（代运营龙头服务商，或与 MCN 达成更多带货合作）；姚记科技（投资头部 MCN 构美，拟收购芦鸣科技加码新媒体营销）；芒果超媒（“大芒计划”驱动“IP+KOL+品牌”催化反应）。受益标的包括值得买（布局短视频/直播）、蓝色光标（布局短视频，境外孵化达人）、智度股份（计划布局 MCN 和直播电商）。

风险提示：行业监管风险、商品质量风险、平台政策风险。

【化工】国产替代势在必行，新材料进入战略发展期——新材料行业 2020 年中期投资策略-20200617

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

新材料是新兴产业的基础，国产替代是行业成长主旋律

新材料是我国七大战略性新兴产业之一，也是其他战略性新兴产业发展的基础。

在国家政策和下游市场的双重驱动下，中国新材料产业呈现出快速增长的趋势。然而在一些关键材料上，国内产业化规模、产品质量与发达国家相比仍存在较大差距，因此，国产替代是目前以及未来较长一段时间新材料行业的成长主旋律。当前阶段，我们重点看好受益产业转移的半导体材料，受益技术升级的 OLED 发光材料、COC/COP 光学材料，受益政策推动的尾气催化材料和可降解塑料。

国产半导体材料进入导入期，产业转移带来广阔空间

我国集成电路产业规模高速增长，2019 年国内 IC 制造业产值突破 2,000 亿元，近五年复合增速高达 24.28%。在半导体产业加速东移、中国大陆晶圆厂密集投产、配套材料国产替代的趋势下，国内半导体材料市场规模将呈现快速增长，2020 年半导体用湿电子化学品、电子特气、光刻胶市场空间分别达 55 亿元、110 亿元、35 亿元。半导

体材料国产化进程方面，湿电子化学品国产化率为 23%，国内少数企业的部分产品达到 G4、G5 等级；电子特气国产化率不足 15%，目前集成电路生产用的电子特气，我国仅能生产约 20%的品种；半导体光刻胶国产化率不足 5%，在“02 专项”的支持下，国产 KrF/ArF 光刻胶已处于下游验证阶段。

新型显示材料进入快速成长期，技术升级驱动需求增长

OLED 快速渗透带动上游 OLED 材料需求增长，DSCC 预计 2020 年全球 OLED 终端材料销售额为 11.49 亿美元，到 2024 年将达到 26.88 亿美元，2019-2024 复合年增长率为 23%。国内强力昱镭、三月光电已具备生产部分 OLED 终端材料的核心技术和能力，有望由前端材料代工厂向终端材料设计制造商转型。

COC/COP 具有非常优越的光学特性，COP 应用于显示屏幕中，将代替 TAC 膜成为偏光片中新型保护膜，2019-2023 年，全球 5G 手机的兴起将为 COP 薄膜提供 190 亿人民币的市场总额；智能手机多摄升级带动 COC 光学材料需求增长，我们预计 2020 年 COC 光学材料在手机摄像头领域的市场空间达 120 亿元以上。

政策引导环保升级，尾气催化、可降解塑料迎来风口

随着国六标准的推进，汽油车、柴油车加装催化器的要求将带动蜂窝陶瓷需求增长，2025 年我国汽车行业蜂窝陶瓷市场空间近 100 亿元；涂层方面，沸石分子筛将替代钒基成为国六柴油车 SCR 的涂层材料，带来“从 0 到 1”的需求变化。

2020 年 1 月，《关于进一步加强塑料污染治理的意见》明确提出分步骤、分领域禁限使用一次性塑料制品，在传统塑料由“限”向“禁”升级的政策导向下，可生物降解塑料的需求将迎来快速增长。目前国内多家公司正积极扩建可降解塑料产能，预计到 2020 年底，我国 PBAT 和 PBS 的总产能将达 25 万吨/年。

受益标的：彤程新材、阿科力、昊华科技、万润股份、巨化股份、奥福环保等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【煤炭石化】走出至暗，回归正途，底部布局——煤炭行业 2020 年中期投资策略-20200617

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 任金星（联系人）证书编号：S0790120060011

行业回顾：供需错配，动力煤价超预期深跌

2020 年 2 月底至 5 月初，动力煤急速下跌，低点下探至红色区间。原因主要在于供需错配：受新冠疫情冲击影响，全社会用煤需求严重下滑；而在疫情控制后复工复产阶段，在国家能源保供的政策要求下，煤矿复工率率先恢复，煤炭产量快速提升，同时进口煤通关力度加大，造成煤炭供给严重过剩。

供需基本面持续改善，煤价有望维持在绿区

5 月初煤价低点或是底部，原因在于供需两侧持续改善：供给方面，煤炭协会倡议减产保价，煤企受低煤价倒逼自发减产，叠加“两会”后政策性限产的延续性，及进口煤限制政策收紧，供给端趋于理性；需求方面，政策推动下，下游工业企业加速复工复产，用煤需求重回正轨，同时宏观政策方面强调加大基建投入，有望进一步盘活内需。结合水电挤出效应减弱、库存低位增强迎峰度夏补库预期，我们认为，煤价最悲观时期已过，下半年动力煤价格将在绿区内平稳运行，炼焦煤价格有望企稳反弹。

供改助力构建新格局，整合&混改或是方向

煤炭行业结构性去产能不断深入，落后产能陆续关闭退出，截至 2019 年底全国累计去产能达 9 亿吨/年以上，超额完成目标。当前行业供改进一步提升行业集中度：煤炭产业向三西地区集中，产能向大中型煤矿集中，小型煤矿加速退出；优势煤企通过兼并重组实现横向整合；煤、电、运、化等产业链上下游企业纵向整合一体化发展，发挥协同效应。

四维度布局：分红、转型、国改、经济复苏

1.稳健业绩+高分红，类债券属性凸显。受益标的：中国神华、平煤股份、盘江股份、陕西煤业；

2.新能源转型，激发中长期增长潜力。受益标的：山煤国际；

3.山西国改深化，专业化整合提升主业实力。受益标的：西山煤电、潞安环能；

4.经济复苏带动高弹性股业绩增长。 受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配引起的风险，可再生能源加速替代风险。

【化工】否极泰来，基础化工龙头进入战略配置期——行业投资策略-20200617

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

低业绩+低价格+低估值，看好基础化工周期复苏

国内化工品各下游行业的基本面逐步改善，我们继续看好化工周期复苏。在 A 股市场 28 个一级行业中，化工行业的 PE 和 PB 均较为适中，整体来看当前化工行业估值水平仍偏低。2019 年以来全球贸易及经济均放缓，化工终端需求支撑减弱、化工企业出口值下行；而我国多数化工子行业进入新一轮的产能周期投放/释放期，开启“强者恒强”的时代。受疫情影响，终端需求不振，2020 年 Q1 化工库存周期从“主动去库”向“被动补库”进行“逆向”切换，叠加油价下行至低位，需求及成本两端支撑不足，化工品价格加速下行至近十年间的底部。整体来看，化工行业目前处于“低业绩+低价格+低估值”的阶段：经济增速放缓叠加疫情冲击，基础化工行业整体业绩处于历史低位；被动补库存+产能释放周期，化工品价格处于底部区间；化工行业估值水平位于底部区间，PB 则处于历史估值水平的 1/4 分位数；同时，化工行业指数处于历史中位，较年初增长仅 0.06%，明显滞涨。随着国内经济数据向好，国内化工品各下游行业的基本面将逐步改善，我们继续看好化工周期复苏，分支龙头进入战略配置期，后市将有望迎来估值修复。

终端需求将迎来边际改善，建议关注供需格局向好的化工子行业

【MDI 行业】：2 月 MDI 开工率触及近一年最低点后有所反弹。我们预计进入夏季后冰箱冰柜的销量和出口量或将迎来新一波小高峰，冰箱冰柜行业的强势复苏将继续带动 MDI 需求向上。【煤化工行业】：油价反弹，煤化工龙头更具安全边际和业绩弹性。【氟化工行业】：萤石中长期将保持高景气，制冷剂产能大幅扩张阶段即将结束；而终端制冷需求有望受益于空调销量暴增、汽车行业复苏、房地产竣工周期等拉动。【农药行业】：海外开工率较低、产品面临产能退出的风险，叠加国内外虫害爆发，国内农药企业有望充分收益。【化肥行业】：国内化肥市场再次进入需求间歇期，静待秋季肥市场启动，我们看好我国农药、化肥行业将继续保持平稳发展态势。【维生素行业】：生猪加速补栏支撑维生素需求，2020 年下半年 VA 海外装置开工/检修形势不明朗，市场普遍存在观望情绪，我们建议密切关注海外装置开停工情况。【氨纶/粘胶行业】：氨纶扩产周期接近尾声，全球纺织服装消费前景仍然广阔，氨纶在服装与织造业中的应用继续延伸；粘胶价格已见底，高成本产能逐渐退出，供给过剩格局有望改善。在当前时点上，我们建议继续关注处于周期底部、估值较低、现金流量健康、盈利复苏时期更早的基础化工子行业龙头：聚氨酯、煤化工、磷化工、氟化工、氨纶、粘胶、维生素、农药等。

受益标的

【MDI 行业】：万华化学；【煤化工行业】：华鲁恒升；【氟化工行业】：金石资源、巨化股份；【氨纶行业】：华峰氨纶；【粘胶行业】三友化工；【维生素行业】：新和成；【农药行业】扬农化工、利民股份；【化肥行业】云图控股。

风险提示：下游需求疲软；油价大幅下跌；环保督察不及预期；经济下行等。

【机械军工：先导智能(300450.SZ)】全球电动化趋势明确，动力电池企业扩产周期利好锂电设备龙头——公

司首次覆盖报告-20200617

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

全球电动化+动力电池扩产，锂电设备龙头受益，首次覆盖给予“买入”评级

公司长期受益于新能源汽车产业发展前景，短期受益于下游动力电池扩产周期。我们预计 2020/2021/2022 可实现归母净利润 10.6/13.3/16.2 亿元，分别同比增长 38.0%/25.5%/21.9%；EPS 分别为 1.2/1.5/1.8 元；当前股价对应 PE 为 39/31/26 倍。参考可比上市公司，公司 2020/2021/2022 年动态 PE 估值略高于可比上市公司平均水平，但考虑到公司龙头地位和绑定下游优质客户，首次覆盖，给予“买入”评级。

中国、欧洲引领全球动力电池扩产周期，锂电设备行业中长期景气向上

中国制定产业发展目标，2025 年新能源汽车渗透率实现 25%，2019 年渗透率为 4.68%，未来 5 年提升空间较大。新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长两年，补贴温和退坡，政策边际改善将促进新能源汽车消费。欧洲推行严苛碳排放标准，2020 年启动碳排放考核，多国制定禁售燃油车时间表，促进车企向电动化转型，动力电池供不应求，开启扩产周期。锂电设备作为新能源汽车产业链的上游行业，将受益于动力电池扩产带来的大量设备投资。

动力电池龙头宁德时代产能快速扩张，公司作为其重要供应商有望受益

公司与宁德时代是长期的战略合作伙伴，2015-2017 年是其最大的锂电设备供应商，长期保持合作关系。宁德时代正在勾勒全球锂电版图，2019 年产能为 53.0GWh，按照投建项目的产能规划，2022 年产能有望达到 150GWh。公司作为宁德时代的核心供应商将充分受益。

定增募集资金，有望扩大公司产能、实现降本增效

4 月 28 日，公司公告拟非公开发行股份募集 25 亿，其中 17.5 亿元用于 4 项募投项目，将提高公司本部和珠海泰坦的产能及生产效率；提高工业智能化水平，实现降本增效；开发锂电智造整体解决方案，实现向整体解决方案提供商的转型。

风险提示：疫情影响超预期，新能源汽车销售情况不及预期，行业竞争加剧等。

【家用电器：老板电器(002508.SZ)】高端厨电龙头地位稳固，工程渠道优势显著——公司首次覆盖报告-20200617

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

国内厨电行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

老板电器是国内厨电行业龙头公司之一。我们认为，传统厨电行业虽然增速放缓但仍有提升空间，新兴厨电行业受益于渗透率的提升有望继续快速增长，公司作为厨电龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有高端品牌、多元化渠道优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化，业绩有望实现进一步增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.25/19.59/21.95 亿元，对应 EPS 为 1.82/2.06/2.31 元，当前股价对应 PE 为 17.8/15.6/14.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

高端品牌+多元渠道打造核心竞争力，工程渠道优势显著

公司通过高端品牌定位和多元化渠道布局打造核心竞争力。1）品牌：价格方面，老板品牌产品均价较高；产品方面，较早推出“大吸力”油烟机，锚定高端产品；营销方面，着力宣传推广“大吸力”概念，标签深入人心。2）渠道：公司打造了多元化的渠道结构，其中以零售和电商渠道为主，工程渠道增长迅速。具体来看，在零售压力较大、电商增速放缓的背景下，工程渠道快速增长主要因精装修市场的扩张、老板的高端品牌影响力以及公司较

早布局并签约多家大型地产商等。另外，公司还拓展了互联网家装、海外等新兴渠道，努力挖掘蓝海市场。

扩产品、拓渠道、品牌年轻化，“三驾马车”齐头并进拉动业绩再增长

公司从扩产品、拓渠道、品牌年轻化三个维度拉动业绩进一步增长。1）扩产品：在保持传统烟灶优势基础上，发展潜力较大的消毒柜、洗碗机等新兴品类，并持续规划和推出新产品。公司计划通过提高配套率的方式促进新品类、新产品的销售；2）拓渠道：短期看，随着精装修市场的崛起，工程渠道将带动整体收入增长；长期看，厨电将从新增需求转向更新需求为主，公司计划解决零售渠道承压问题以打造其二次增长；3）品牌年轻化：通过邀请新生代明星代言、直播带货、娱乐营销和 IP 合作等方式塑造年轻化的品牌形象，以抓住年轻代消费者群体。

风险提示：房地产市场波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险。

【机械军工：杰瑞股份(002353.SZ)】国内油服设备龙头企业，国际油价波动不改公司业绩增长预期——公司首次覆盖报告-20200617

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

国内油气开发景气度维持高位，公司盈利能力持续增长，首次覆盖给予“买入”评级

中国原油对外依存度不断攀升，国家推出多项政策保障能源安全。国际油价大幅波动，油公司下调资本开支，国内三桶油总体资本开支小幅下调。国内油服市场景气度维持高位，公司凭借其龙头地位业绩有望保持稳定增长。2016 年国际油价触底反弹，公司营收和归母净利润大幅回升。我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 17.7/21.1/24.0 亿元，分别同比增长 30.3%/18.8%/14.0%；EPS 分别为 1.85/2.20/2.51 元；当前股价对应 PE 分别为 16.2/13.6/12.0 倍。参考可比上市公司，公司 2020-2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，考虑公司作为油服设备龙头企业，首次覆盖，给予“买入”评级。

国内油气开发的市场景气度高于国际市场，助力公司业绩平稳增长

公司营业收入 70%来自国内市场，30%来自国外市场，且国内市场毛利率 41%大幅高于国际市场的 28.4%。国际市场：短期油价下跌，全球油公司巨头纷纷下调资本开支，未来油价进一步反弹，油公司资本开支也有望上调；国内市场：三桶油总体资本开支下调幅度有限，页岩气开发景气度持续高涨，中石油未来三年压裂设备需求量大且确定性高，国内油服市场在国家政策保航下整体景气度维持高位，公司凭借其龙头市场份额和优质的设备服务，业绩有望继续保持稳定增长。

低油价有望加快公司电动压裂设备进入北美市场

国际油价大幅下跌使北美油服行业陷入低迷，低油价将加快公司高性价比的压裂设备进入北美市场。公司已经和北美油服领域重要战略客户成功签署涡轮压裂成套设备订单，成功开启北美市场。公司新研制的电驱压裂设备比传统设备采购成本低 20-30%，在油公司缩减资本开支的背景下，公司的电驱压裂设备也有望借机打入北美市场。

风险提示：国际油价波动大；海外市场开拓具有不确定性；行业竞争加剧。

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（underperform）	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（underperform）	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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835