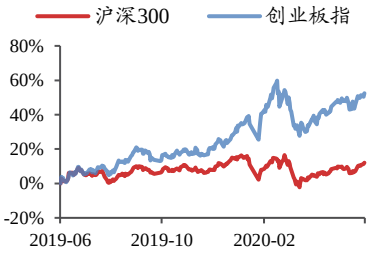
2020 年 06 月 10 日

开源晨会 0610

——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(%)
传媒	2.53
休闲服务	2.25
医药生物	1.81
商业贸易	1.36
交通运输	1.09

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	-0.31
国防军工	-0.23
有色金属	-0.15
通信	-0.1
房地产	0.01

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】走向价值：势能与切换——投资策略专题-20200609

自 5 月底我们的月度观点《脱虚入实，风格切换》发布以来，市场对风格切换的方向和持续性进行了较多讨论，我们试图通过本篇报告，基于历史数据，展示我们判断的框架依据，同时更加明确风格切换的含义：即从成长走向价值。从当下借鉴意义看，历史上风格切换从成长转向价值风格的时间点为：2009 年 2 月下旬、2011 年 1 月初、2012 年 10 月中旬、2013 年 11 月中旬、2016 年 2 月以及 2018 年 11 月初。因此，在经济复苏、无风险利率上行+利率曲线变平的组合下，风格切换将有利于价值板块，建议提前布局低估值+盈利早复苏的板块。

行业公司

【电气设备】锂电池行业深度系列报告（一）：从历史看未来竞争格局：锂电王者引领发展——行业深度报告-20200609

复盘锂电发展历史，日本胜于技术领先，中韩胜于成本与渠道；展望动力电池未来竞争格局，看好龙头企业的长期成长性。

【国防军工】军工白马加大底部配置，持续看好工程机械和半导体设备板块——行业点评报告-20200609

看好军工板块、工程机械板块的逆周期稳增长以及半导体设备板块景气度持续。军工板块：军费支持武器装备采购稳健增长，地缘政治事件刺激板块情绪。工程机械板块：逆周期基建投资持续发力，工程机械持续高景气度。半导体设备板块：全球半导体设备延续复苏态势，看好大陆市场景气持续。

【通信】5G 赋能万物互连，物联网星辰大海——行业深度报告-20200609

物联网产品更加重视“物美价廉”，规模效应将进一步推动行业集中度提升，龙头公司优先受益。其中无线通信模块行业是物联网中率先形成完整产业链和内在驱动力应用市场的行业，随着物联网技术的不断发展和应用范围的拓展，市场对于蜂窝通信模块的需求将不断增加，带来相关公司业绩边际改善，推荐物联网行业蜂窝通信模块龙头标的移远通信，受益标的包括日海智能、有方科技、高新兴、广和通；同时推荐 M2M 终端设备龙头标的移为通信。

【传媒：元隆雅图(002878.SZ)】布局 MCN 如虎添翼，多业务协同打造整合营销王者——公司首次覆盖报告-20200609

公司原有礼赠品业务客户优质，新拓客户逐渐放量；线上促销服务收入增速加快，未来有望维持较快增长；2018 年收购的谦玛网络深耕新媒体营销领域，拓展长期发展空间；新成立的 MCN 机构依托公司整合营销优势有望后来居上。我们看好公司多业务协同发展，进而成长为整合营销行业领军企业的潜力。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.28/1.74/2.26 元，对应当前股价 PE 分别为 28/21/16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】走向价值：势能与切换——投资策略专题-20200609

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

定义风格切换：成长与价值之辩

自 5 月底我们的月度观点《脱虚入实，风格切换》发布以来，市场对风格切换的方向和持续性进行了较多讨论，我们试图通过本篇报告，基于历史数据，展示我们判断的框架依据，同时更加明确风格切换的含义：即从成长走向价值。成长与价值的区分并非简单等同于行业的划分，相反风格切换的结果可能导致行业板块表现的不同。我们将运用更能表征风格的国证成长与价值指数进行风格分析，同时与其他市场传统认知的衡量风格的指数比较认知差异。

树不能长到天上：风格切换的几个大周期

投资者总在一些时段，极度认可某种长期趋势，导致成长/价值的风格达到极致。我们发现，对长期趋势的认知，其实市场很少犯错，以国证成长指数为例，其成分股的行业权重也经历了较大的变迁，从金融、机械、地产等顺周期行业主导转向如今的消费、医药生物与 TMT 主导。但我们同样发现，在考虑了这种趋势变迁后的国证指数，反而更清晰地刻画出了风格切换的周期。我们认为背后隐含的可能是金融学中永恒的“均值反转”定理，当我们为“成长性”付出太高或者太低代价时，估值的分布可能就存在大幅变迁的可能。从当下借鉴意义看，历史上风格切换从成长转向价值风格的时间点为： 2009 年 2 月下旬、2011 年 1 月初、2012 年 10 月中旬、2013 年 11 月中旬、2016 年 2 月以及 2018 年 11 月初。

从成长到价值切换的核心驱动力：盈利优势、利率环境与风险溢价水平

股票永远是对未来增长的定价，所谓价值与成长的风格切换，其实就是对于增长定价的再平衡。一般而言成长相对于价值的永续增长率 g 的优势能够解释大部分的风格切换，但无风险利率的预期与风险偏好的大幅变化也同样重要。从盈利增速的相对优势来看，往往成长与价值的盈利增速之差领先于成长向价值风格的切换。从无风险利率的角度，我们可以看到往往在国债期限利差收敛时成长风格向价值风格切换。从风险溢价的角度看，历史上五次从成长切换到价值时均处于风险溢价上行或者阶段性顶部的时期，如果确定性得不到验证，则在风险溢价上行的阶段极有可能发生风格切换。

风格切换趋势下的行业配置：低估值+盈利早复苏板块

在经济复苏、无风险利率上行+利率曲线变平的组合下，风格切换将有利于价值板块，建议提前布局低估值+盈利早复苏的板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建筑、建材、工程机械；第二，环比改善，逐级向上：房地产及其后周期行业，家电、家居；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：化工、煤炭、航空；第四，仍在行业景气向上周期中、未来盈利复苏斜率仍有望改善的：汽车。

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

【电气设备】锂电池行业深度系列报告（一）：从历史看未来竞争格局：锂电王者引领发展——行业深度报告-20200609

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

锂电池格局持续进化，未来动力龙头长期受益

看过去，锂离子电池的竞争格局持续进化；展望未来，动力市场龙头引领发展趋势明显。看过去进化历史，三足鼎立格局中中国优势日趋明显：1）1991-2000 年，日本企业凭借专利优势与先发优势几乎垄断全球锂离子电池市场；2）2001-2010 年，技术优势逐渐弱化，韩国企业借助全球化的供应链不断降低锂离子电池制造成本，打破日企垄断格局，同时期，中国锂电产业链公司开始起步；3）2011-2019 年，下游领域由消费 3C 类转向新能源汽车，中国对新能源汽车的大力扶持创造动力电池大量需求，全球动力电池市场形成了中日韩三国竞争格局，中国力量迅速崛起。展望未来，随着产业链匹配度提升和产品力、政策力等多重驱动，锂电龙头有望引领电动化趋势加速。我们认为，中短期来看，全球动力电池的竞争格局将是 LG 化学、宁德时代的双雄称霸；长期来看，或将呈现三梯队格局：1）宁德时代、LG 化学等龙头组成第一梯队，2）主流车企自建电池厂、合资电池厂组成第二梯队，3）其他电池厂商组成第三梯队。投资上，龙头公司宁德时代、LG 化学及相关产业链标的将长期受益。

复盘锂电发展历史，日本胜于技术领先，中韩胜于成本与渠道

精研历史，中国成本、渠道优势依次体现，后期看综合竞争力：1）1991-2000 年，技术与产业链的配套程度决定企业发展的成败，是日本企业垄断全球锂电池市场的核心。2）2001-2010 年，技术创新的边际改善作用减弱，在全球化供应链降低制造成本的背景下，韩国与中国的成本优势开始显现，同时期，中国锂电产业链逐步完善，为日后产业崛起提供保障。3）2011-2019 年，动力市场成为锂电池企业角逐的新战场，中国锂电企业受益于新能源汽车行业高速发展，渠道优势凸显。发展至今，锂电池产业链从日韩逐步过渡到中国，中日韩的配套产业链也日益优化；尤其是中国的综合竞争力凸显，有望带领全球电动车进入真正平价时代。

展望动力电池未来竞争格局，看好龙头企业的长期成长性

产品力提升、较好的政策氛围叠加传统车企加速转型，全球电动车市场进入新一轮景气周期，电池参与方增加。我们认为，第三方龙头优于合资或自建电池厂，看好其长期竞争力和相关产业链投资机会。1）中短期，动力电池技术壁垒高，新进入者需经过一段时间的摸索与磨合才有能力与龙头企业抗衡。2）长期，合资厂不足以威胁动力电池龙头：龙头早已形成规模效应与供应链管理体系，其成本管控等能力强大；而合资、自建电池厂主要为相关车企服务，其进化能力稍弱，难以与第三方龙头企业抗衡。类比光伏产业链中硅片环节的竞争格局：三大龙头硅片厂商合计占据约 40%的全球市场份额（隆基股份占全球单晶硅片市场 35%以上份额），晶科能源等六大一体化厂商的产量份额约占 15%。

风险提示：新技术发展超预期、疫情等导致需求低于预期、行业竞争加剧。

【国防军工】军工白马加大底部配置，持续看好工程机械和半导体设备板块——行业点评报告-20200609

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001 | 李子卓（分析师）证书编号：S0790520030006

看好军工板块、工程机械板块的逆周期稳增长以及半导体设备板块景气度持续，我们持续看好上述板块

1）军工板块：2020 年军费预算增速 6.6%，与 GDP 增速适当脱钩，全年武器装备采购仍有望维持稳健增长；2）工程机械板块：2020 年逆周期基建投资有望带动工程机械销量上行；3）半导体设备板块：疫情不改景气度，国产替代有望加速。我们对军工板块、工程机械板块以及半导体设备板块均持续看好。

军工板块：军费支持武器装备采购稳健增长，地缘政治事件刺激板块情绪

两会政府工作报告未给出 GDP 增长目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，预计宏观经济或受较大冲击；2020 年军费预算增速 6.6%，与 GDP 增速适当脱钩，展现出战略投入领域的抗周期韧性和长期定力，武器装备补缺补强逻辑仍强，全年武器装备采购仍有望维持稳健增长。此外，地缘政治层面消息不断，根本原因是全球经济发展进入“虚弱”周期，重要国家/地区间“蛋糕”争夺力度加大，中期逻辑难变，地缘政治激化事件或将持续出现，刺激军工板块情绪。军工指数估值分化明显：国企白马股估值偏低，多数业绩增速稳健，呈现出较高配置价值；优质民参军企业多数成长性较好，估值较高，后续业绩有望持续发力。按近期我们发布深度报告《军工股估值

体系新论：比较视野、历史眼光与现时体系》的划分标准，相关受益标的包括：1）“较高估值品种”：中航沈飞、中直股份、中航飞机；2）“资产注入品种”：中航机电、航天电器、中航电子、国睿科技、四创电子等；3）“低估值稳健品种”：中航电测、中航光电；优质民参军品种：光威复材、景嘉微、高德红外、长鹰信质等。单列品种：中航高科。

工程机械板块：逆周期基建投资持续发力，工程机械持续高景气度

2020 年基建投资望超 1.4 万亿元，同比+8%以上，逆周期基建投资有望带动工程机械销量上行，5 月挖掘机械销量持续走高，工程机械行业持续高景气度，龙头有望持续受益，相关受益标的有三一重工（挖掘机龙头，市占率持续提升）、徐工机械（起重机龙头，混改稳步推进）、恒立液压（液压件龙头，液压泵阀国产化替代持续放量）、浙江鼎力（高空作业平台龙头，臂式产品有望高增长）等。

半导体设备板块：全球半导体设备延续复苏态势，看好大陆市场景气持续

从 2020 年前 4 个月数据来看，以日本和北美为代表的全球半导体设备出货量延续了 2019 下半年以来的复苏势头，尚未受到疫情显著影响，全年仍有望保持回暖状态；中国大陆主流晶圆厂积极上调资本开支、扩产以满足下游旺盛需求，将直接拉动对半导体设备的需求，我们持续看好中国大陆半导体设备行业的高景气度。我们继续推荐精测电子、华峰测控、长川科技、中微公司，相关受益标的包括北方华创、晶盛机电、至纯科技、华兴源创、芯源微、万业企业。

风险提示：海外疫情持续扩散，宏观经济波动，中美贸易摩擦升级

【通信】5G 赋能万物互连，物联网星辰大海——行业深度报告-20200609

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

拥抱 AI、5G 等前沿技术，物联网行业景气度提升

在物联网的四层架构中，感知层作为物联网的“五官”，是驱动物联网变革的力量，MEMS、RFID 等技术发展使得物联网更好的落地，随着 AI/5G 等各种最新前沿技术的融入，接入方式多样性有望打开新的市场空间；同时网络层作为物联网的“交通枢纽”，其中 NB-IoT 可满足低速率场景需求，LTE-Cat1 可满足中等速率物联需求，而 5G 可满足更高速率更低时延联网需求，技术不断迭代升级创造新的发展机遇。随着国民经济对物联网技术和产品的需求不断扩大，物联网行业相关产业链呈现蓬勃发展的态势，智慧交通、智慧家居、智慧物流、智慧城市等产业热点已初具规模，更多物联网应用领域亦在萌芽和起步向上阶段，中国人口红利将进一步推动物联网获得更广阔空间，行业景气度有望边际改善。

工信部助推，5G 加速推进助力，物联网迎来全面发展高光期

近期工信部出台相关政策，推动 2G/3G 物联网业务迁移转网至 NB-IoT，形成 NB-IoT、4G 和 5G 协同发展的移动物联网综合生态体系。中国移动预测到 2025 年，物联网连接数将超过 53 亿，而其中 5G 贡献比例将高达 73%，5G 对物联网产业发展的贡献将无可替代。5G 网络能力推动数据多元化、处理高速化、价值深层化，5G 与物联网融合的优势在于 5G 网络有多大，物联网覆盖就有多大，5G 的出现和全面覆盖帮助物联网解决应用难题，可满足物联网高可靠、高速率、低功耗等需求，将实现基础层到应用层的更大跨越，使得物联网能够在各个场景大规模的应用，进一步打开市场空间。

规模效应推动行业集中度有望提升，看好相关龙头标的

人的连接已经接近上限，物的连接才刚刚启动，万物互联是大势所趋。由于物联网本身“物”的价值量大小不一，因此物联网产品更加重视“物美价廉”，强者更强，产品的规模效应将进一步推动行业集中度提升，龙头公司优先受益。其中无线通信模块行业是物联网中率先形成完整产业链和内在驱动力应用市场的行业，随着物联网技术的不断发展和应用范围的拓展，市场对于蜂窝通信模块的需求将不断增加，带来相关公司业绩边际改善，推荐物联网行业蜂窝通信模块龙头标的移远通信（300456.SZ），受益标的包括日海智能（002313.SZ）、有方科技（688159.SH）、

高新兴（300098.SZ）、广和通（300638.SH）；同时推荐 M2M 终端设备龙头标的移为通信（300590.SZ）。

催化剂：移动与广电 5G 合作加速、运营商 5G 建设加速、物联网政策落实

风险提示：技术创新风险；国家政策变动风险；宏观经济放缓风险

【传媒：元隆雅图(002878.SZ)】布局 MCN 如虎添翼，多业务协同打造整合营销王者——公司首次覆盖报告-20200609

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

公司多业务协同有望成为整合营销领军企业，首次覆盖给予“买入”评级

公司原有礼赠品业务客户优质，新拓客户逐渐放量；线上促销服务收入增速加快，未来有望维持较快增长；2018 年收购的谦玛网络深耕新媒体营销领域，拓展长期发展空间；新成立的 MCN 机构依托公司整合营销优势有望后来居上，且礼赠品、数字营销和 MCN 业务协同效应较强，客户转化潜力充足。我们看好公司多业务协同发展，进而成长为整合营销行业领军企业的潜力。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.67/2.27/2.95 亿元，对应当前股份 EPS 分别为 1.28/1.74/2.26 元，对应当前股价 PE 分别为 28/21/16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

MCN 行业快速扩容，公司凭借整合营销优势有望后来居上

MCN 行业处于市场规模和公司数量均高速扩张时期，但公司数量增长速度已快于市场规模增速，业内公司合并或被收购的案例逐渐增多。公司新成立的 MCN 机构杭州仟美属后起之秀，依托公司在整合营销方面的业务和渠道优势，有望快速提升广告营销收入，并签约更多头部、腰部达人，实现后来居上。

各业务协同效应有望逐步显现，实现客户高效转化

公司礼赠品业务新拓展快消、金融类客户，前者电商销售占比持续提高，后者信用卡和网上银行业务对数字营销需求度提升，该类客户有向新媒体营销及 MCN 转化的潜力。子公司谦玛网络与天猫合作多年，或借助天猫平台获取更多品牌客户，进而达成与旗下 KOL 带货营销的合作。

“一站式”整合营销平台已成，多业态融合竞争优势较强

公司现有业务涵盖线上线下，促销服务和广告服务，媒介投放和社会化营销多业态，有能力为客户提供全面优质的整合营销服务，融合发展提升竞争优势，打造成为国内整合营销领域王者。

风险提示：核心客户流失风险、客户削减礼赠品投入风险、新客户和新业务开拓未达预期风险。

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