

晨会纪要

2018 年 09 月 20 日

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	2730.85	1.14
中小板指	5627.71	1.53
创业板指	1392.4	1.1
上证 50	2487.08	1.15
沪深 300	3312.48	1.32

A 股市场概览

类别	总市值 (亿元)	流通市 值(亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
全 A	596882	419744	21.46	2.08
中小板	99048	64929	43.69	3.88
创业板	48168	28638	49.49	4.58
上证 50	167711	131085	7.49	0.81
沪深 300	325868	236901	12.82	1.27

龙觀

执业证书编号: S0530516040001
longliang@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理

晨会聚焦

【财经要闻】李克强：以更大力度推进改革开放

【财经要闻】军工上市公司混改提速 有望盘活千亿元存量资金

【财经要闻】稳投资的关键在于促进高质量投资

【市场策略】继续坚持低估值原则，积极关注超跌优质个股

【行业研究】沥青价格上涨不休，突破三年历史新高

【行业研究】Keytruda 售价和赠药政策同时公布，全球最低

【行业研究】2018 年前 7 月汽车经销商四成处于亏损状态

➤ 近期研究报告集锦:

【宏观报告】2018 年 8 月宏观数据点评：内需继续放缓 政策刺激有望使经济缓中趋稳

【策略报告】两融余额继续下降，融资买入净流出-融资融券周报第 170 期

【策略报告】策略周报（9.17-9.21）：把握均值回归规律，构建优质个股组合

【行业报告】建筑装饰-建筑装饰 8 月跟踪报告：地方专项债加快发行，基建投资有望回暖

【行业报告】有色金属-有色金属行业 2018 半年报点评：行业增速回落，关注新能源板块

【行业报告】机械设-机械行业跟踪报告：政策驱动叠加基本面好转，油气装备迎来确定性机会

【公司报告】日机密封(300470)：内生与外延并重，密封龙头乘势启航

【公司报告】艾华集团(603989)：成本压力企稳，业绩稳健，加速高端国产替代

晨会聚焦摘要:

【财经要闻】李克强：以更大力度推进改革开放

龙靓 (S0530516040001) 张昕奕 (研究助理)

国务院总理李克强 9 月 19 日上午在天津梅江会展中心出席 2018 年夏季达沃斯论坛开幕式并发表特别致辞。

李克强表示，当前国际环境中不稳定不确定因素明显增多，逆全球化倾向抬头，怎样继续壮大新动能、促进世界经济持续稳定增长，是各方普遍关心的问题。本届论坛以“在第四次工业革命中打造创新型社会”为主题，具有很强的针对性。

李克强指出，去年年初，习近平主席在世界经济论坛年会主旨演讲中，深刻阐述了中国坚定不移推进经济全球化、维护自由贸易、促进创新驱动等主张。今年是中国改革开放 40 周年，我们以此为契机，推出了一系列深化改革、扩大开放、推动创新的重大举措。《证券时报》

【财经要闻】军工上市公司混改提速 有望盘活千亿元存量资金

龙靓 (S0530516040001) 张昕奕 (研究助理)

日前，国家发改委等八部委联合下发《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》(下称《若干意见》)，对军工企业混改做了新的安排，提出“要抓紧对军工企业国有控股类别相关规定进行修订”，修订完成前，“确属混改需要突破相关比例规定的”可“一事一议”上报研究办理。

这一消息很快引发市场关注，目前 A 股国资军工上市公司共有 40 家，其中绝大部分公司国有股东的合计持股比例都超过 40%，约有半数公司国有股东合计持股比例超过 50%，考虑到这批公司整体市值约为 6000 亿元，小比例股权混改都将引入巨额资金。《上海证券报》

【财经要闻】稳投资的关键在于促进高质量投资

龙靓 (S0530516040001) 张昕奕 (研究助理)

在当前经济运行稳中有变、外部环境发生明显变化的大背景下，经济发展需要稳字当头。中央政治局召开会议部署下半年经济工作时提出“六稳”，其中稳投资成为重要抓手。近日召开的国务院常务会议再提稳投资，要求聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资，也不能不要投资、防止大起大落的要求，稳住投资保持正常增长。笔者认为稳投资，关键是释放有效投资，抑制无效投资，提升投资质量和效益。

近年来我国固定资产投资增速呈现小幅下滑的态势。自 2015 年 5 月投资增速从两位数回落至个位数以来，月度数据未再返回两位数。今年固定资产投资增速逐月放缓，1~7 月增长 5.5%。投资对经济增长贡献率下降，虽然表明我国推动经济转型取得了初步成效，但放缓速度、幅度过猛也会加剧经济波动，影响当前经济和就业稳定。特别是当前经济运行稳中有变，稳投资就显得尤为重要。《证券时报》

【市场策略】继续坚持低估值原则，积极关注超跌优质个股

黄仁存 (S0530517060001)

昨日股指低开，收盘沪指涨 1.14%，中小板指涨 1.53%，创业板指涨 1.10%；风格方面，高市净率指数涨幅居前；行业板块方面，房地产涨幅居前；主题概念方面，页岩气和煤层气指数涨幅居前。沪市上涨家数 1160 家，下跌 217 家；深市上涨 1684 家，下跌 317 家。

消息面，近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》提出，对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止风险累积形成系统性风险。

早盘沪指低开，随后开始反弹，之后小幅回落至午盘；午后继续反弹，临近尾盘小幅回落。盘面看，行业板块全线上涨，房地产涨幅居前；主题投资方面，页岩气和煤层气指数涨幅居前。我们重申此前观点：长期来看，市场估值已经走入历史较低区域，股市整体的长期风险溢价趋于合理。短期来看，在低估值情境下，流动性边际宽松叠加风险偏好边际改善，9-11 月或是年内最佳投资窗口。建议投资者继续坚持低估值原则，积极关注超跌优质个股。

【行业研究】沥青价格上涨不休，突破三年历史新高

龙觀 (S0530516040001) 丁蕾蕾 (研究助理)

9月份以来，国内道路沥青市场价格出现一波暴涨行情，华南地区以涨幅接近400元/吨占据首位。9月全国整体天气逐渐转好，下游需求逐步改善，炼厂开工积极性明显增强，同时“中秋”、“国庆”两节前夕市场补货需求，现货价格持续上涨。受此影响，前期沥青期价持续攀升，一度突破3800元/吨，创下自2015年5月以来新高。对于后市，下游道路建设施工情况将逐步提升，国内沥青采购氛围继续向好。另外，沥青主要原材料马瑞原油存在供应趋紧可能。建议关注宝利国际、龙洲股份。

【行业研究】Keytruda 售价和赠药政策同时公布，全球最低

陈博 (S0530517080001)

2018年9月19日，帕博利珠单抗注射液（商品名可瑞达，英文名Keytruda，俗称K药）中国区售价：零售价为17918RMB/100mg，仅为美国的54%。为了降低低收入和低保患者的负担，中国初级卫生保健基金会公布了Keytruda针对恶黑患者的慈善赠药方案：（1）对于低保患者，满足医学条件和相应的经济条件，中国初级卫生保健基金会可为其援助最多不超过24个月用量的Keytruda，也就是说低保患者可以免费使用；（2）对于低收入患者（确认符合灾难性医疗支出的患者），满足医学条件和相应的经济条件，在自行使用3个疗程后，中国初级卫生保健基金会可为其援助3个疗程，后续患者每自行使用3个疗药物，基金会可继续为其援助3个疗程，累计时间不超过24个月。通过对比发现，Keytruda在中国，是全球最低的价格+五折的赠药方案，有望让更多癌症患者享受免疫治疗的获益；而Keytruda产品的定价标准也为国内PD1抗体提供明确的价格制定方向。

【行业研究】2018年前7月汽车经销商四成处于亏损状态

何晨 (S0530513080001) 李文瀚 (研究助理)

截至2018年7月，全国包含3S店、4S店、5S店为主的经销商网络已达到29578家。同比上年度经销商网络总量增长5.5%，超过行业销量增速。根据人和岛智库调研结果显示，全国只有32.8%的汽车经销商处于盈利状态，另外有26.7%的经销商持平，40.5%的经销商明确表示处于亏损状态，经销商亏损面扩大。

中国品牌中除WEY、领克、宝骏、广汽传祺、吉利、MG盈利占比超过45%以上，其它品牌多数呈亏损状态，总体亏损比例最大。比亚迪、荣威虽然销量涨幅优势明显，但经销商盈利并不突显。

合资品牌经销商盈利两极分化严重，德系、日系盈利比例达到50%以上，丰田品牌更是75%以上经销商处于盈利状态，而法系品牌则全线溃败，雪铁龙、标致、DS亏损比例高达85%，雷诺经销商亏损比例亦达到了60%，另一高亏损品牌则是广汽菲克，亏损经销商占比84%，韩系品牌北京现代50%亏损，起亚80%亏损。美系品牌长安福特54%亏损，36%持平，仅有10%经销商盈利。

豪华品牌中雷克萨斯、奔驰品牌经销商盈利状况好于其它品牌，70%以上经销商都处于盈利状态，另有30%属于持平状况。宝马经销商亏损比例高于奥迪，分别为30%和20%。捷豹路虎经销商亏损比例是豪华品牌中最高品牌，近80%处于亏损运营。沃尔沃亏损经销商占比43%，凯迪拉克1季度盈利尚可，自5月份起，亏损经销商占比逐渐增多，目前有近三分之一经销商处于亏损边缘。

高库存是经销商面临的最大经营压力之一，良性库存系数(<1.5)的经销商占比仅为33.6%，有四成以上经销商库存系数突破2以上，中国品牌的库存压力最大。

近期研究报告集锦摘要:

【宏观报告】2018年8月宏观数据点评：内需继续放缓 政策刺激有望使经济缓中趋稳-宏观点评

胡文艳 (S0530518070001) 李沫 (研究助理) 张晓旭 (研究助理)

工业增加值：8月工业增速小幅提升，私企工业增速有改善迹象，但国企工业增速持续高于私企；制造业结构继续优化升级，但传统产业仍居主导地位。具体看：一是8月工业增加值较上月提升0.1个百分点，较去年同期增加0.1

个百分点；二是国有企业和私营企业增加值增速分化明显，1-8月国企累计增长7.2%，较整个工业增速高0.7个百分点，但8月私企增速或小幅改善；三是2017年以来国企工业增速的高增长，价格因素是主要推动力，即去产能等因素导致资源性产品价格上涨较多，而国企在资源性行业分布较为密集，但这种行情可持续性不强，二季度以来国企工业增速下降明显，预计下半年随着PPI的下降，价格因素会对工业生产增长形成抑制作用；四是制造业结构继续优化升级，2017年高新技术和六大高耗能产业增加值增速，分别较整体工业增速高5.5和低3.1个百分点，2018年1-7月延续了这一分化走势，表明我国工业新旧动能在转换，但传统产业对经济的影响力仍约七成，左右整个工业的发展变化。

国内生产总值（GDP）：预计全年呈“前高后稳”走势，三季度增长6.6%，全年增长6.7%左右。从货币层面看，前8月贷款增速13.2%，较2017年的12.9%和2018年上半年的12.8%有所加速，预计四季度信贷增速将大概率企稳提高。从实体经济层面看，消费需求下半年或趋稳；投资需求也将逐步趋稳，一是自年初以来拖累经济下行的基建投资，在政策刺激的推动下，四季度有望趋稳甚至回升，二是一季度大幅增长、二季度趋缓的房地产投资，下半年将大概率稳中趋缓，三是制造业投资将继续趋稳提高，尤其是受“供给侧改革”去产能影响最大的六大高耗能行业，其投资增速也见底企稳提高；进出口增速由于中美贸易战的影响，是下半年经济增长中的最大不确定性，但一旦关税战升级，预计财政和货币政策将为稳定经济增长提供缓冲。

消费：预计下半年增速止跌企稳，全年消费增速低于去年。8月消费增速的小幅回升，主要源于与房地产相关消费项目、金银珠宝类、日用品类、石油及制品类消费增速的提高。8月份COMEX黄金价格下降了6.4%，刺激金银珠宝类消费需求。年初至今国内成品油如汽油、柴油价格分别提高了955、915元/桶，导致石油及制品类消费增速提高。8月汽车消费增速下降3.2%，跌幅较上月扩大1.2个百分点，抑制消费增速的提高。展望全年，居民收入增速的下降、收入差距的拉大、房地产市场对居民财富持久的虹吸效应，都不利于消费增长，虽然四季度消费增速可能趋稳回升，但全年增速将低于去年。

投资：预计增速将逐步趋稳。一是在政策利好刺激下，预计未来民间投资继续向好。年初以来民间投资增速持续高于全国固定资产投资增速，主要原因在于民间第三产业投资提高较快，但体制性障碍仍然是民间投资动能恢复的瓶颈所在，国家加大对民营资本的政策利好刺激，民间投资短期有望趋稳向好。二是8月制造业投资增速加快，投资结构继续趋于优化，未来有望继续企稳提高。三是中美贸易摩擦不确定性仍较大，稳增长成为下半年工作重心，财政政策加大力度，预计基建投资将止跌趋稳，但全年增速将低于2017年。四是受限制性政策继续从紧和信贷资金的紧约束，房地产投资增速将延续稳中趋缓趋势。

风险提示：宏观经济下行、政策变动风险。

【策略报告】两融余额继续下降，融资买入净流出-融资融券周报第170期-策略点评

黄仁存 (S0530517060001)

截至2018年9月14日，深沪两市两融余额8450.77亿元，环比下降0.98%。两融余额占全部A股流通市值2.25%。上周融资买入额总计860.16亿元，环比下降11.91%；上周融资净买入额为-81.89亿元，前值为-42.77亿元。两市融资买入额占A股成交量的7.18%。

上周融资净买入额排名前5行业依次为银行、非银金融、钢铁、房地产、有色金属；两融余额占全A流通市值的比重排名前5行业依次为综合、有色金属、通信、计算机、传媒。

上周融资净买入额排名前10的个股依次为东方集团、宋都股份、中远海科、泰禾集团、恒邦股份、长虹华意、创元科技、力生制药、澳柯玛、数码科技；两融余额占全A流通市值比重排名前10的个股依次为全柴动力、蒙草生态、数码科技、和佳股份、恒泰艾普、创元科技、亚通股份、中国中期、泰合健康、探路者。

上周融资余额环比增幅排名前10的个股为乐普医疗、华东医药、恒邦股份、恒瑞医药、长春高新、长春燃气、东方集团、深圳燃气、恒逸石化、伟星新材；融券余额环比增幅排名前10的个股依次为陕西金叶、云南城投、东华科技、东方雨虹、大连港、天虹股份、多氟多、皖维高新、紫光国微、航天电器。

数据说明：数据更新截止日2018年9月14日、行业划分以申万一级行业为标准。

风险提示：贸易战风险、海外市场风险、经济大幅回落风险。

【策略报告】策略周报(9.17-9.21)：把握均值回归规律，构建优质个股组合-策略点评

黄仁存 (S0530517060001)

国内市场继续寻底，美元指数反弹。上周(9.10-9.14)沪深两市继续寻底，上证综指一度摸到2747点附近，在

2700-2800 点区间反复震荡，成交量继续创近期新低。情绪依旧低迷，市场底部震荡筑底阶段，波动性或将继续加大；美元指数继续回落、美元兑离岸人民币汇率小幅反弹。上证综指下跌 0.76%，深证综指下跌 2.15%，创业板指下跌 4.12%，美元指数下跌 0.46%，美元兑离岸人民币上涨 0.16%，黄金下跌 0.13%。

养老基金入市稳步推进。继华夏养老目标日期 2040 三年持有期基金在直销渠道募集之后，中欧预见养老目标日期 2035 三年持有期和泰达宏利泰和平衡养老目标三年持有期昨日选择了在直销渠道、银行渠道和第三方销售渠道全面开售。9 月-11 月首批 14 只养老基金陆续发行，为未来资本市场带来长期、稳定、成熟的资金奠定基础。

工业增速低位，投资增速继续下滑。8 月工业增速 6.1%，反映需求依旧较弱。1-8 月投资增速 5.3%，继续下滑，但 8 月增速有所反弹，为 4.1%。总的来看，工业增速处于低位，投资增速继续下滑。

拥抱变化，把握不变。我们近期深度报告《A 股的变与不变-来自牛熊轮动历史的启示》研究过程中，发现无论是较长历史的成熟市场，还是较短历史的 A 股，都反复出现过 GDP 增长和主要代表性股指增长的同步现象。长期来看，GDP 与股指存在密切联系，但是站在当前位置，我们认为 GDP 增长速度保持在 6%-7% 运行已经不是制约股指上升的关键，对经济基本面和上市公司盈利情况的担忧导致的成交意愿不足才是关键。结合历次牛熊轮动历史的经验，当前 A 股市场有诸多变化，但也有不变的特征。变化的是，GDP 在经历了长时间的高速增长之后，逐步进入中高速增长，伴随着上市公司净资产收益率由高水平向中高水平的转变。不变的是，估值指标 PE、PB 仍然在重复均值回归、过度修复的进程，当前估值又一次来到较低的位置。从当前位置看，我们重申此前观点，A 股整体的预期收益率及风险溢价回报已经接近底部水平。对于投资而言，这个时点的 A 股大概率处于“震荡筑底”的阶段。因此，我们建议投资者长期不必悲观，重点是做好投资期限的匹配、选股及组合构建、风险控制等工作。在变化中把握“不变的均值回归规律”所带来的概率优势，陪伴优质企业成长，收获时间的回报。

风险提示：贸易战不确定风险、海外市场风险、经济大幅回落风险。

【行业报告】建筑装饰-建筑装饰 8 月跟踪报告：地方专项债加快发行，基建投资有望回暖-行业月度报告 龙靓 (S0530516040001) 陈日健 (研究助理)

8 月建筑装饰板块跑输大盘，基础设施跌幅最小。2018 年 8 月，建筑装饰（申万）指数下跌 6.16%，跑输上证指数 0.91 个百分点。子板块方面，房屋建设下跌 7.31%，装修装饰下跌 10.10%，基础设施下跌 3.48%，专业工程下跌 2.71%，园林工程下跌 14%。估值方面，截止到 2018 年 8 月 31 日，建筑装饰板块 PE（TTM，剔除负值，中值）为 19.78 倍，位于 2000 年以来历史后 3% 的分位，接近历史底部水平。

固定资产投资增速继续下行。2018 年 1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）41.52 万亿元，同比增长 5.3%，增速较 1-7 月份回落 0.2 个百分点，低于去年同期 2.5 个百分点。其中，房地产开发投资 7.65 万亿元，同比增长 10.1%，增速较 1-7 月份下降 0.1 个百分点，高于去年同期 2.2 个百分点；全国基础设施投资（不含电力）同比增长 4.2%，增速较 1-7 月份回落 1.5 个百分点，低于去年同期 15.6 个百分点；制造业固定资产投资累计同比增长 7.5%，较 1-7 月提高 0.2 个百分点。

营收稳步增长，新签合同增速放缓。2018 上半年，建筑装饰行业共实现营收 21416.31 亿元，同比增长 11.70%，实现归母净利润 722.62 亿元，同比增长 16.28%。建筑装饰行业上市公司营收、归母净利润增速中位数分别为 16.67%、18.32%。新签合同方面，行业主要央企新签合同金额达 35275.99 亿元，同比增长 5.73%，增速有所放缓。

核心观点：政策层面，8 月 14 日财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，明确提出要加快地方专项债券的发行和使用进度，同时地方债风险权重有望从原来的 20% 降至零，以及 PPP 条例有望年底出台，将进一步拓宽基建项目的融资渠道。后期伴随资金落实到位及基建项目审批加快，基建增速有望企稳回升。估值层面，目前行业估值处于历史底部区间，我们预计随着行业基本面向好，行业整体估值有望迎来修复。

风险提示：宏观经济大幅下滑；房地产、基建投资大幅下降。

【行业报告】有色金属-有色金属行业 2018 半年报点评：行业增速回落，关注新能源板块-行业点评 龙靓 (S0530516040001)

有色行业增速回落：申万有色金属行业上市公司 2018H1 营业收入 7360.22 亿元，同比增长 10.72%，相比于 2017 年 21.18% 的增速有所回落；归属于母公司股东净利润 276.05 亿元，同比增长 40.63%，相比于 2017 年 124.69% 的增速回落。

建议关注铝、稀土、锂钴板块：铝板块由于成本端的抬升和自建电厂交叉补贴政策，或将开启板块行情的发展；稀土板块受益于环保趋严，有望达到供给收缩，同时 9 月份稀土大户江西开展打击稀土非法经营的活动，或将提振四

季度稀土价格；锂钴板块作为新能源行业的上游端，不改长期景气的大逻辑。

风险提示：全球经济复苏不及预期，中国经济增长不及预期，环保督查政策的执行不及预期，新能源汽车发展不及预期，贸易战影响加剧。

【行业报告】机械设备-机械行业跟踪报告：政策驱动叠加基本面好转，油气装备迎来确定性机会-行业月度报告

杨甫 (S0530517110001)

2018年9月1日至9月14日申万机械设备指数下跌1.64%，沪深300指数下跌2.77%，上证综指下跌1.60%，同期机械设备指数涨幅位居28行业第8位。子行业中，涨幅居前三的板块主要有材料板块、锂电池设备和交通装备板块，分别上涨4.18%、2.21%和0.84%。机械指数受到大盘整体萎靡的影响，与主要股指同步下跌，市盈率进一步向下调整。在贸易摩擦、外部经济形势不明朗的大背景下，我们建议挑选行业内现金流充裕、资产负债表较强、基本面扎实、低市盈率的公司。

受中美贸易摩擦影响，机械板块估值中枢继续下移。从历史数据来看，2018年9月14日机械板块整体法估值(TTM，剔除负值)为26.97倍(9月1日为27.20倍)，滚动历史中位数为34.23倍；从中位数来看，2018年9月14日机械板块中位数估值(TTM，剔除负值)为35.49倍(9月1日为35.96倍)，估值水平处于历史后21.91%分位，历史中位数为47.53倍。近期受到中美贸易摩擦的影响，市场风险偏好继续下移，机械板块整体估值水平与市场同步调整。建议重点关注持续复苏的油气装备板块以及增速稳定的工程机械板块。

政策驱动叠加基本面好转，油气装备迎来确定性机会。8月份中石油、中海油等为贯彻中央指示，保障国家能源安全，召开会议提出加大油气开发力度。近期国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，要求落实能源安全战略，加大国内勘探开发力度。在外围政治局势及经济形势不明朗的背景下，国家对能源安全的重视程度进一步提升。在国家政策的驱动下，国内油气资源的勘探开发力度有望持续增强。同时，2018年上半年油气装备板块实现营收355亿元，同比增长16.19%；实现归母净利润1.7亿元，实现扭亏为盈。板块的盈利能力及质量都在不断提升，油气装备板块正处于全面复苏的状态。政策驱动叠加基本面好转，油气装备迎来确定性机会。建议重点关注民营油服龙头杰瑞股份、优质国有油服公司海油工程和石化机械以及密封龙头日机密封。

风险提示：宏观经济下行，油价下滑风险，外部市场波动传导。

【公司报告】日机密封(300470)：内生与外延并重，密封龙头乘势启航-公司深度

杨甫 (S0530517110001)

下游景气度提升，高端密封件需求量持续增加。伴随着国际油价的持续攀升，石油化工、煤化工等行业固定资产投资快速回暖，机械密封市场需求旺盛，存量市场有望持续增长。根据我们的测算，2017年机械密封存量国内市场空间为55亿元，预计至2020年将增长至76亿元，年复合增速达9.55%。公司作为国内机械密封的龙头企业，2017年营收超过国际巨头约翰克兰中国子公司，位居国内机械密封行业首位，有望优先受益于下游资本支出回暖。

投资建议：公司受益于下游石油化工、煤化工等行业固定资产投资的快速增长，同时公司加快整合行业资源，积极扩张产能，进一步巩固行业龙头地位。预计2018-2020年，公司实现收入7.07、9.46、11.52亿元，实现归母净利润1.81、2.48、3.05亿元，对应EPS 1.70、2.33、2.86元，对应PE 28、21、17倍，参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司2018年PE为30-33倍，公司合理价格区间51.0~56.1元。维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：下游石油化工、煤化工项目推进速度不达预期，产能扩建进度不达预期。

【公司报告】艾华集团(603989)：成本压力企稳，业绩稳健，加速高端国产替代-公司深度

何晨 (S0530513080001)

公司是国内铝电解电容龙头，2015年全球市占率为4.7%，存在巨大的提升空间。公司过去5年收入利润规模稳步增长，产品结构愈加均衡。随着日系龙头厂商逐步退出低端市场，以公司为代表的国内厂商迎来扩大市场份额的良机。

受到电极箔厂环保政策管控影响，原材料价格压力持续至2018年二季度。2018年二季度，公司毛利率和净利率企稳回升，环比上涨，从长期来看，公司凭借产业链一体化优势和电极箔产能布局，成本压力将得到长期有效的缓解。

公司积极推进固态电容和MLPC的技术布局，逐步向中高端市场扩展，通过可转债募集资金投资新建生产线，投

入中低端产品的产品升级和产能提高，以及 MLPC 等高端、高性能铝电解电容器的生产制造，成长路径清晰。

公司业绩增长逻辑是在行业集中度提升和国内厂商替代进口背景下，依靠产业链一体化优势和产能布局充分对接市场中低端和高端需求。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.95 元、1.05 元、1.22 元，对应 PE 为 24.59x、22.25x、19.15x。综合考虑宏观、市场、行业等多重因素，给予公司 2018 年底 PE 为 22-27x，对应合理估值区间为 20.9-25.65 元，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：电极箔价格继续上行、新增产能释放进度不及预期、MLPC 市场需求不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438