民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 11 月 02 日

● 客户观点反馈

客户表示近期宏观数据和政策导向更加坚定投资者对政府调整经济结构的长期信心。因此将重点聚焦在符合长期国内经济结构调整、产业转型升级方向上的优势成长企业。展望未来一个季度，类滞胀担忧已在逐步缓解，科技创新有望成为市场主线。未来智能汽车新需求的快速发展可能会超出市场预期。看好新硬件终端汽车行业电动化和电子化的机会，同时看好数字化转型的产业机会。

● 行业观点

【民生电力及公用事业】电力行业 2021 年三季报综述：火电重回“至暗时刻”，倒逼机制改革提速

（严家源，分析师 S0100521100007，18651867888 ）

一、3Q21 近七成公司业绩表现不佳

电力行业 84 家上市公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 36、2 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 30、8、8 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 24、3 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 28、20、9 家。

二、火电：六成亏损、三成下滑，“至暗时刻”再临

火电板块 43 家公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 12、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 18、8、4 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 4、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 12、19、7 家。煤价失控导致 Q3 成本同比增速超过营收增速 32.8 个百分点，单季毛利率同比下滑 20.0 个百分点至 1.8%，近年首次在 Q4 外出现单季亏损，且近百亿亏损额远超 4Q17 和 4Q19。

三、水电：颓势延续

水电板块的 21 家公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 9、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 11、0、0 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 7、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 13、0、0 家。Q3 来水依然未见改善，板块营收、成本、归母净利润同比分别下降 18.8%、24.6%、13.1%。

四、新能源：高歌猛进势头不减

新能源板块 20 家公司中，1Q-3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 15、0 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 1、0、4 家；3Q21 归母净利润同比增长、扭亏为盈的分别有 13、1 家，同比下降、出现亏损、持续亏损的分别有 3、1、2 家。

五、投资建议

拉尼娜带来的冷冬预期下，冬季用电需求易涨难跌。火电行业严重亏损对于电力供应稳定性的影响，倒逼价格机制改革加速出台，有望重塑整个电力体系的利益分配格局。水电板块建议关注长江电力、国投电力、华能水电、文山电力；火电板块建议关注申能股份、华能国际；核电板块建议关注中国核电、中国广核（A）/中广核电力（H）；风光运营板块建议关注三峡能源。

风险提示：1、利用小时下降；2、上网电价降低；3、煤炭价格上升；4、降水量减

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生电力及公用事业】电力行业 2021 年三季报综述：火电重回“至暗时刻”，倒逼机制改革提速

【民生食品饮料】恒顺醋业（600305）2021 年三季报点评：去库存与疫情拖累营收，内部变革仍稳步推进

【民生机械】迈为股份（300751）2021 年三季报点评：盈利能力稳步提升，业绩持续增长可期

【民生电子】士兰微（600460）2021 年三季报点评：三大业务持续进阶，Q3 业绩大幅增长

少；5、政策推进不及预期。

● 个股观点

【民生食品饮料】恒顺醋业（600305）2021 年三季报点评：去库存与疫情拖累营收，内部变革仍稳步推进

（王言海，分析师 S0100521090002，18956494422 ）

10 月 29 日公司发布公告，2021 年前三季度营收/归母净利润为 13.59/1.35 亿元，同比-6.4%/-41.7%；21Q3 营收/归母净利润为 3.24/0.07 亿元，同比-35.0%/-91.2%。

一、收入短期波动较大，市场拓展稳步推进

2021 年前三季度实现营收 13.59 亿元，同比-6.4%；21Q3 实现营收 3.24 亿元，同比-35.0%。公司三季度经营显著承压，一方面系 7 月南京疫情抑制终端需求与渠道备货信心，另一方面 6 月末渠道库存水平偏高，三季度市场以消化库存为主要工作。**分产品看**，21Q3 食醋/料酒收入同比-48.7%/-19.9%，主业食醋下滑幅度较大，拖累整体表现。**分区域看**，21Q3 华东/华南/西部收入同比-42.6%/-30.3%/-38.0%，华东核心市场下滑幅度较大主要受南京疫情影响，华中/华北收入同比-12.4%/-1.5%，下滑幅度较小主要系公司积极拓展外埠市场。**经销商方面**，尽管公司短期经营有所承压，但内部变革脚步并未停下，华中、华北等地区渠道扩张仍在稳步推进，21Q3 经销商数量 1751 家，较 2020 年末增速 22%。

二、变革期间加码费用，盈利能力短期承压

21Q3 毛利率为 42.3%，同比+0.2pct，虽然短期原材料价格有所上涨，但产品结构优化以及料酒规模效应对冲了成本压力。21Q3 销售费用率 23.5%，同比+11.8pct，一方面系公司三季度冠名《非诚勿扰》，计提较多广告费用，另一方面渠道变革期间，公司加大渠道费用投放。此外，21Q3 管理费用率同比+1.8pct，主要系数字化改造费用增加。21Q3 归母净利率为 2.2%，同比-14.3pct，需求弱复苏叠加变革期间费用加码，盈利显著承压。

三、变革稳步推进，基本面逐步向好

短期看，需求改善叠加内部管理优化。公司 5 月开始回购股票，主要用于股权激励，反映本轮变革已从营销层面传导至管理层面。此外，公司 5 月进行董事会换届选举，董事尹总曾在联合利华等公司有二十余年经验，有望推动本轮变革更好地落地执行。此外，预计 21Q4 宏观需求稳步复苏，公司基本面有望实现环比改善。**中长期看，营销改革**：公司 20 年 7 月更换销售总监，并对基层销售人员提薪，营销层面已进行多维度变革，预计 23 年将进入改革红利释放阶段。**产能扩张**：根据公告，公司 22 年将新增 20 万吨香醋与料酒黄酒产能，同时复合调味品产能也在规划之中，将有力支撑全国化扩张之路。

四、投资建议

我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.17/2.91/3.42 亿元，对应 PE 为 75/56/47X，选取海天味业、天味食品、千禾味业、中炬高新为可比公司，21 年平均 PE 为 79X（基于民生盈利预测），维持“**推荐**”评级。

风险提示：需求恢复不及预期，内部变革效果不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全问题等。

【民生机械】迈为股份（300751）2021 年三季报点评：盈利能力稳步提升，业绩持续增长可期

（关启亮，分析师 S0100521020001，17825000620）

10 月 29 日，公司发布 21 年三季报，21 年前三季度公司实现营业收入 21.85 亿元，同比增长 35.33%，实现归母净利润 24.56 亿元，同比增长 66.22%。

一、三季度业绩增速亮眼，营收和归母净利润均创下自 17 年以来的新高

分季度看，三季度公司实现营业收入 9.46 亿元，同比增长 39.86%，实现归母净利 2.04 亿元，同比增长 139.71%，单季度营收和归母净利均创下自 17 年以来的新高。此外，

21 年 Q3，公司合同负债为 21.96 亿元，较 20 年末增加 5.98 亿元；存货为 27.94 亿元，较 20 年末增长 6.97 亿元。快速增长的合同负债和在手订单，彰显公司饱满的在手订单。随着公司在手订单在未来逐步确认为收入，将对全年业绩形成有效支撑。

二、供应链梳理及研发优化齐发力，助推公司毛利率稳步提升

报告期内，公司销售毛利率为 38.41%，同比增长 3.77pct；销售净利率为 20.39%，同比增长 4.10pct；费用率方面，公司前三季度销售费用率、管理费用率分别为 5.55%和 3.59%，同比下降 0.12pct 和 0.26pct。销售毛利率的提升，是公司团队在供应链、设备研发上共同努力的结果。未来，随着公司新产品逐步确认收入，公司盈利能力有望持续提升。

三、定增聚焦 HJT 设备，助力公司产能释放

公司于 7 月 24 日发布定增预案，拟向特定对象发行股票募资不超过 28 亿元，其中计划投入 23 亿元用于 HJT 电池设备产业化项目的建设，剩余金额用于补充流动资金。项目建设周期为 3 年，投产后公司将新增年产 PECVD 设备、PVD 设备和自动化设备各 40 套，预计达产后每年可实现销售收入 60 亿元。作为国内极少数具备提供 HJT 电池整线生产设备的厂家之一，此前公司已中标包括安徽华晟、通威金堂在内的多个项目。本次定增充分体现了公司发展 HJT 设备业务的坚定信心。随着定增项目的稳步推进，公司 HJT 设备产能有望稳步扩张，为未来的设备订单承接提供了充分的产能保障。

四、投资建议

预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 32.4/45.6/62.0 亿元，实现归母净利润 6.1/8.3/10.8 亿元，当前股价对应 PE 为 129/95/73 倍，长期看，作为光伏设备龙头，公司将充分享受光伏行业发展带来的红利，具有龙头估值溢价，估值仍具提升空间，维持“推荐”评级。

风险提示：设备需求不及预期；下游行业扩产不达预期；竞争格局恶化。

【民生电子】士兰微（600460）2021 年三季报点评：三大业务持续进阶，Q3 业绩大幅增长

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

10 月 30 日，2021 年前三季度公司实现营业收入 52 亿元，同增 76%，归母净利润 7.3 亿元，同增 1543%。

一、三大业务持续进阶，Q3 业绩大幅增长

2021 年前三季度公司实现营业收入 52 亿元，同增 76%，归母净利润 7.3 亿元，同增 1543%；其中 Q3 单季实现营业收入 19 亿元，同增 52%，环增 4.4%，归母净利润 3.0 亿元，同增 2075%，环增 16%。业绩增长主要系下游需求旺盛，公司分立器件、集成电路、发光二极管业务持续进阶，产能利用率同比大幅增长所致。

二、产能进展迅速，2022Q4 有望实现 6 万片 12 寸产能

公司现有士兰集成 5/6 寸产能约 21 万片/月，士兰集昕 8 寸产能约 6 万片/月。士兰集科 12 寸产能持续扩张，预计到今年年底有望实现月产 4 万片，并争取在 2022Q4 形成月产 6 万片的目标。公司目前已在汽车、工业、家电等领域实现 IGBT 产品布局，在下游高景气的带动下，有望凭借 IDM 模式，实现业绩的持续提升。

三、投资建议

我们预计 2021/2022/2023 年公司归母净利为 9.5/12.2/15.0 亿元，对应 PE 为 92/72/58 倍，考虑功率半导体高景气，以及公司未来产能扩张、产品结构优化，维持“推荐”评级。

风险提示：行业景气不及预期，研发进展不及预期，产能爬坡不及预期。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。