民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 4 月 15 日

● 客户观点反馈

客户认为近期很多蓝筹股闪崩，主要是由于前期估值较高，碰到流动性偏紧带来的，业绩不及预期只是触发因素，这种调整带来的重新布局机会值得关注。对于行业投资机会市场存在分歧，部分客户持续看好医药和科技里面景气度较高的子行业如医药服务和功率半导体等，不看好周期的持续性。部分客户认为海外基建投资带动的周期股尤其是上游资源品的景气周期还没真正开始，看好上游尤其是海外定价的资源品涨价带来的投资机会。

● 总量观点

【民生宏观】出口将继续保持高景气——点评 1-3 月贸易数据

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

1）出口比依然保持高增长的态势

工业生产小幅回落。PMI 指标、高频发电耗煤和高炉开工率等数据显示 12 月工业生产活动比较积极，加上基建项目提前落地、中美贸易摩擦缓和以及春节前置等影响，预计工业增加值同比小幅回落至 6.0%。

2）我国产需两旺，进口表现亮眼

相较于 2019 年同期，3 月我国进口金额增长 36.2%。国内生产延续高景气，3 月 PMI 生产指数录得 53.9，新订单指数录得 53.6，分别回升 2.0 与 2.1 个点，而产成品库存下降 1.3 个点至 46.7，说明我国产需两旺。值得注意的是，全球大宗商品价格持续上涨，带动了进口的高增长。海关总署的数据显示，截至 3 月份，一季度铁矿砂、铜矿砂、大豆进口价格同比分别上涨了 53.5%、28.0%和 11.1%。

3）出口将继续保持高景气

美国总统拜登正式签署了 1.9 万亿美元的新冠纾困救助法案后，纾困金已经陆续发放给美国民众。而截至 3 月美国供需缺口处于高位，生产恢复仍然慢于需求，我国在全球产业链中的“替代效应”将继续对我国出口形成支撑。国内 CCFI 和 SCFI 出口集装箱运价指数 4 月以来维持高位，显示外需持续旺盛。另一方面，法国、德国、印度、巴西等国家面临第三波疫情，其中法国政府宣布 4 月 3 日起法国本土全境进入第三次封锁。疫情的再次蔓延预计将对海外部分国家的生产造成一定的负面影响，但同时也会对我国防疫物资的出口形成提振。

风险提示：疫苗效果低于预期，中美关系恶化。

● 个股观点

【民生商社交运】中国中免（601888）2021 年一季报业绩快报点评：离岛销售趋势持续提升，促销折扣无本质影响

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，18916370173）

公司 4 月 13 日发布一季度业绩快报，2021 年一季度实现收入 181 亿元/同比+137%，环比+4%，实现归母净利 28.5 亿元，扣非净利 28.3 亿元，同比扭亏。

1）Q1 业绩略低于预期，剔除 4Q20 租金返还影响后 1Q21 净利润率无较大变动

此前预期为公司 1Q21 业绩在 30 亿以上，该预期主要来源于 1Q21 离岛免税市场收入继续保持高增，而 4Q20 中免归母净利率环比提升至 16.9%，若简单线性外推，则 1Q21

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

【民生商社交运】中国中免（601888）2021 年一季报业绩快报点评：离岛销售趋势持续提升，促销折扣无本质影响

【民生电子】金安国纪（002636）20 年度业绩快报及 21Q1 业绩预告点评：一季度大幅增长，覆铜板主升浪确立

【民生宏观】出口将继续保持高景气——点评 1-3 月贸易数据

中免乘以该净利润率，中免 1Q21 归母净利理应在 30.5 亿左右。目前，外界对公司 Q1 利润率表现不及预期，归咎于新运营商开业后，离岛免税市场促销折扣竞争力度加大，导致费用率增加，净利润率环比降低，我们认为这一观点可能欠妥。事实上，4Q20 中免利润大增主要受上海机场计提租金冲回影响，剔除该事项后测算 3Q20、4Q20、1Q21 中免归母净利率各为 14%、12.65%、15.6%，若进一步考虑 4Q20 的管理费用增加、资产减值计提及其他费用开支，则 1Q21 与 4Q20 的净利润率也难以呈现出表观报表上的差距，即虽然 1Q20 折扣环比 4Q20 增加对毛利率产生影响，但规模效应部分抵消了这一负面因素。此外，由于与首都机场、白云机场的租金谈判进展尚未落地，故一季报表观上存在低于预期的事实，但从公司经营层面，以及市场竞争层面，我们认为公司的基本面仍处在一个健康、合理的运营轨道上。

2）价格战对利润率没有本质影响，仅为短期扰动因素

我们认为，1Q21 离岛免税市场的折扣促销活动较多有两方面因素：（1）新增运营商的短期引流措施；（2）1-2 月疫情反复+就地过年政策，亦需促销活动激活市场。但中长期看，品牌商对长期持续性的大幅折扣活动仍持保留意见，故我们认为价格战的长期持续性不强。

3）投资建议

重申受益于免税行业政策红利持续释放，公司依托领先的规模及供应链优势、优质的物业供给，仍将是行业成长红利的最大受益者，短期市场负面情绪及利空因素释放后，公司估值与基本面的匹配程度已经回归。我们预计公司 2021-22 年 EPS 各为 6.69、8.55 元，对应 PE 各为 43/34 倍，与历史均值相近。维持“推荐”评级。

风险提示：新冠疫情恶化；机场租金协商进展低于预期；免税政策及销售进展低于预期。

【民生电子】金安国纪（002636）20 年度业绩快报及 21Q1 业绩预告点评：一季度大幅增长，覆铜板主升浪确立

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

4 月 14 日，公司发布 2020 年度业绩快报，20 年收入 36 亿元，同比增长 9%；归母净利润 1.8 亿元，同比增长 15%。同时预告 21Q1 归母净利润 2.3-2.8 亿元，同比增长 580%-720%。

1）Q1 业绩大幅增长，Q2 涨价持续，全年业绩环比逐季提升

按照预告中值计算，Q1 实现 2.6 亿元，同比增长 650%，环比大增 189%。并且一季度前低后高，二季度行业新一轮涨价已经开启，公司有望延续一季度业绩高增长态势。20 年 8 月开始，市场需求逐步增长，疫情推动家电、电脑、通信、网络产品需求强劲。我们认为今年是过去 20 年来市场对覆铜板需求最大的一年，行业单价从去年至今已经翻倍以上，且趋势还没有停，行业供不应求预计将持续较长时间。

2）覆铜板行情愈加猛烈，公司业绩弹性巨大

二季度行业涨价已经开启，上游铜价持续高位，玻纤布 4 月份已经调价，树脂供给持续紧张，我们预计二季度的覆铜板价格将持续上行。并且今年覆铜板公司扩产有限，大厂仅建滔有小部分产能扩产，个别小厂仅有的新增产能不足以扰动市场，供不应求局势有望贯穿今年全年。同时金安具有上游紧俏的玻纤布产能，业绩弹性巨大。

3）投资建议

我们预计 2020-22 年公司营收至 36/71/89 亿元，归母净利润至 2/12/12 亿元，对应估值 53/8/8 倍。参考 SW 电子 2021/4/14 最新 TTM 估值 43 倍，我们认为公司低估，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料涨价不及预期，产能扩产不及预期等。

● 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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。