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 14 日

● 客户观点反馈

客户表示：昨日上证跌破 3400 点，近期热门的海南题材集体重挫，由于在业绩披露期，市场或将延续弱势震荡的格局。客户认为一季报不及预期和部分个股估值仍然过高是这次下跌的主要原因。

● 总量观点

【民生宏观】融资需求仍然强劲，复苏势头没有减弱——3 月金融数据点评（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

信贷规模和质量均较高

3 月新增人民币贷款 27300 亿元，超出市场预期为 25038 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 13300 亿元，相比去年同期多增 3657 亿元，是信贷最大拉动项，中长期贷款在信贷中质量最高，中长期贷款预示着企业投资持续恢复，有利于拉动经济增长。居民中长期贷款新增 6239 亿元，同比多增 1501 亿元，居民中长期贷款强劲与商品房销售增速反弹对应，反映出当前楼市行情较好的现象。居民短期贷款多增 5242 亿元，同比多增 98 亿元，好于往年同期水平。企业短期贷款新增 3748 亿元，同比少增 5004 亿元，是信贷最大拖累项。企业短期贷款的回落与去年疫情期间结构性货币政策工具退出有关，我们预计未来仍有回落空间。票据融资新减 1525 亿元，同比减少 3600 亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增 296 亿元，同比多增 2148 亿元。总体来看，3 月信贷不仅规模上超出市场预期，质量也明显较高。中长期贷款占比高反映出实体经济需求强劲的态势。

社融数据为何低于预期？

3 月社融新增 3.34 万亿元，低于市场预期的 3.6 万亿元。分结构来看，非标融资减少了 4129 亿元，同比多减 6338 亿元。具体来看，委托贷款减少 41 亿元，同比少减 547 亿元；信托贷款同比减少 1791 亿元，同比多减 1770 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少 2297 亿元，同比多增 5115 亿元，是社融拖累项。未贴现银行承兑汇票减少的原因主要系未贴现银行承兑汇票存量较高，由于 1-2 月大量发行的未贴现银行承兑汇票还未消耗完，企业缺乏继续申票的动力。从整个一季度来看，2021 年一季度未贴现银行承兑汇票发行规模明显高于往年同期。由于 1-2 月大量发行，3 月未贴现银行承兑汇票回落属于正常现象。3 月企业债新增 3535 亿元，同比减少 6396 亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高，属于正常现象。3 月股权融资新增 783 亿元，同比多增 585 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 3130 亿元，同比减少 3214 亿元，但与往年同期持平。由于今年财政赤字率低于去年，我们预计政府债券发行规模也会持续低于去年同期。总体来看 3 月社融不及预期主要原因系未贴现银行承兑汇票较低所致，并非监管大幅收紧所致。3 月政府债券和企业债发行规模虽低于去年，但与前年持平，处于正常区间。

M2 为什么下降

3 月 M2 增速从 2 月的 10.1%下降至 9.4%，M2 从 7.4%下降至 7.1%，但这主要系去年同期基数较高所致。从绝对值环比来看，3 月 M1 环比增速和 M2 环比增速均处于历年较高水平，与去年同期持平。因此剔除基数来看 3 月 M1 和 M2 增速并不低。从存款端来看，3 月非金融企业存款增幅低于去年，说明企业将大量资金投入生产领域

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

【民生食品饮料】桃李面包（603866）2021 年一季度业绩快报点评：去年同期业绩高基数拉低增速，主业经营仍然稳健

【民生计算机】奥普特（688686）2021 年一季度业绩预告点评：业绩实现翻倍增长，下游高景气助推公司高成长

【民生电新】宏力达（688330）2020 年报点评：智能柱上开关拓展顺利，有望持续快速增长

而非存入银行，不存在去年 3 月出现的金融套利现象。

风险提示

美联储货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

● 行业观点

【民生电子】电子行业事件点评：华为分析师大会开幕，未来五大战略布局

（王芳，分析师 S0100519090004， 021-60876730）

一、事件概述

华为全球分析师大会于 4 月 12 日举行，华为轮值董事长徐直军发表主题演讲，阐述未来五项关键战略举措：①优化产业组合，增强产业韧性；②推动 5G 价值全面发挥，重新定义 5.5G；③以用户为中心打造全场景无缝的智慧体验；④通过技术创新降低能源消耗、实现低碳社会；⑤努力解决供应连续。

二、分析与判断

优化产业组合，增强产业韧性

华为将持续优化产业组合，增强产业韧性。第一点，5 年周期内强化华为软件工程能力，减少对芯片的需求或依赖方式；第二点，开创和加大对先进工艺依赖性相对低的一些产业投资；第三点，持续加大智能汽车部件产业投资，尤其是智能驾驶软件。

努力解决供应连续，需重建全球信任

美国对华为及其他企业制裁，破坏了全球半导体供应链的信任体系，导致欧洲、日本、中国等加大半导体投资。徐直军强调，要让整个半导体产业回归正常商业秩序，根本答案是重建全球信任、恢复全球半导体产业链合作。而解决华为目前芯片问题，一靠库存，二靠合作伙伴能满足美国规则的基础上为华为制造芯片。

重申不造车战略，定位汽车增量部件供应商

华为定位汽车增量部件供应商，用 ICT 能力赋能汽车行业。目前华为已联合北汽新能源、重庆长安和广汽打造汽车子品牌，预计“华为 Inside”的车将在今年第四季度陆续推出。

三、投资建议

建议关注汽车电子及半导体板块：推荐韦尔股份、联创电子、闻泰科技、斯达半导、卓胜微、中芯国际等，关注舜宇光学、中车时代电气等公司。

四、风险提示

全球贸易风险、智能车发展不达预期风险、芯片紧缺风险。

● 个股观点

【民生电新】璞泰来(603659):毛利率大幅提升，负极+隔膜高增长可期

（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

一、事件概述

2021 年 4 月 11 日，公司发布 2021 年一季报，报告期内公司营收为 17.39 亿元，同比增长 112.43%，归母净利润为 3.35 亿元，同比增长 260.21%

二、分析与判断

负极一体化叠加涂覆膜放量，毛利率同环比提升 7 个百分点以上

公司 21Q1 毛利率为 37.77%，同比 20Q1 增长了 7.36 个百分点，环比 20Q4 增长了 7.13 个百分点。净利率为 19.27%，同比增长 7.70 个百分点，环比增长 4.95 个百分点。盈利能力改善我们预计主要受益于：1）一体化布局带来的利润增长，主营石墨化的山东兴丰于 2020 年 12 月完成完全控股，同时内蒙紫宸的 2 万吨负极材料前工序和溧阳紫宸可转债 3 万吨碳化工序产能于 2021 年初投产，公司石墨化和碳化自供率进一步提高增厚利润，我们预计 21Q1 不考虑石墨化的单吨净利润维持在 0.8 万元/吨左右。2）公司隔膜涂覆加工维持增长，自 2018 年以来，隔膜业务营收占比不断提升，2020 年隔膜业务毛利率约为 42%，高于公司平均水平 10 个百分点，占比提升带动盈利能

力改善。

归母净利润创单季记录，经营活动现金流量净额同环比大增

公司 21Q1 归母净利润为 3.35 亿元，同比增长 260.21%，环比增长 32.60%，不考虑 21Q1 和 20Q4 分别计提的 0.47、0.91 亿元减值影响，经营性业绩环比仍有 11.24%的增长。公司 21Q1 经营活动现金流量净额为 4.42 亿元，同比增长 183.46%，环比增长 11.69%，净现比为 132%，同比改善明显。费用率方面，公司 21Q1 三费率为 6.89%，同比下降了 6.62 个百分点，营收同比大幅增加带来费用率下降；21Q1 公司持续加大产品开发投入，研发费用率为 6.28%，同比提升 1.52 个百分点，环比提升 0.87 个百分点。

负极、隔膜未来持续扩产，业绩有望快速提升

负极：我们预计，公司 2021 年负极出货量将达到 9 万吨左右，2021 年底前将具有 10 万吨负极材料及其配套的石墨化、碳化加工的有效产能，自供比例持续提高，有望进一步稳定利润。公司还将投资不少于 80 亿建设四川紫宸 20 万吨一体化产能，未来 5 年负极一体化产能将达到 40 万吨。

隔膜：我们预计，2021 年将达到 20 亿平产能。未来公司将投资不超过 60 亿元用于 20 亿平基膜和涂覆一体化项目，2023 年规划产能达 35-40 亿平。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.59、15.95、22.01 亿元，同比分别增长 88.5%、26.7%、38.0%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 40、31、23 倍。参考 CS 新能车指数 114 倍 PE（TTM），考虑到下游需求释放，公司作为负极和隔膜龙头高速扩产满足需求，增长确定性较高，并通过一体化布局稳定利润，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

终端新能源车销量不及预期；竞争加剧影响公司盈利性。

【民生电子】京东方 A（000725）20 年报及 21Q1 预告点评：Q1 业绩大幅增长，面板龙头全年高增长定调

（王芳，分析师 S0100519090004， 021-60876730）

一、事件概述

4 月 12 日，公司发布 2020 年度业绩报告，20 年收入 1355.5 亿元，同比增长 17%；归母净利润 50.4 亿元，同比增长 162%。同时，公司预计 Q1 归母净利润 50-52 亿元，同比增长 782% - 818%。

二、分析与判断

20 年业绩接近预告上限，21Q1 业绩大幅增长

公司此前预告 2020 年归母净利润 48-51 亿元，实际业绩接近预告上限。显示事业 2020 年实现营收 1,320 亿元，同比增长约 16%，其中柔性 OLED 产品加速上量，全年销量同比增长超 100%。21Q1 预计实现归母净利润中值为 51 亿元，同比大幅增长约 800%，环比大增 99%。主要因面板价格进入 2021 年以来持续上涨，行业维持高景气，且在供需紧张局面下面板价格仍然保持上行趋势，公司 Q1 业绩环比翻倍，凸显面板涨价下公司巨大业绩弹性。此前公司公告增发收购少数股权并增资 OLED 产线，进一步巩固国产 OLED 龙头地位。

面板价格涨势延续，高景气带来高盈利

据 WitsView 统计，4 月上旬 32/43/55/65 寸液晶面板均价分别为 77/128/206/256 美元，较 3 月下旬分别上涨 2/2/4/4 美元。供给端：韩厂退出 LCD 产能战略明确，延迟退出影响有限，国内未来新增 LCD 产能有限，产能紧张短期内不能缓解；玻璃基板、驱动 IC 等原材料供应紧张，导致行业有效供给环比下降，进一步加剧产能紧张。需求端：电视大屏化趋势带动出货面积增长，加上 2021 年举办的奥运会、欧洲杯将有力拉动面板需求。在中大尺寸面板高需求的拉动下，盈利能力将持续提升。

三、投资建议

我们预计 2021-22 年公司营收至 2000/2200/2400 亿元，归母净利润至 240/290/320 亿

元，对应估值 9/8/7 倍，参考 SW 电子 2021/4/12 最新 TTM 估值 45 倍，考虑公司龙头地位，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

四、风险提示

电视机出货量不及预期、海外厂商液晶产线退出缓慢、产能爬坡不及预期。

【民生石化】恒力石化（600346）2020 年年报点评报告：大炼化等项目产能投放，净利同比增长 34%

（杨侃，分析师 S0100516120001， 0755-22662010）

一、事件概述

2021 年 4 月 13 日公司发布 2020 年年报，营收 1524 亿元，同比增长 51%，归母净利 135 亿元，同比增长 34%，归母扣非净利 129 亿，同比增长 39%。

二、分析与判断

大炼化等项目产能投放，净利同比增长 34%

据公司公告，报告期成品油销量 470 万吨，同比增长 49%，化工品销量 2039 万吨，同比增长 127%，PTA 销量 919 万吨，同比增长 62%，聚酯销量 272 万吨，同比增长 1.1%。报告期净利大幅增长主要是 2000 万吨炼化一体化项目较 2019 年增加了 5 个月的盈利，150 万吨乙烯项目和 PTA 项目投产等所致。分产品看，与去年同期相比成品油和 PTA 毛利率分别下滑 11.22 和 11.51 个百分点，化工品和聚酯毛利率分别提升 2.03 和 2.08 个百分点。展望 2021 年，我们判断随着疫情的缓解，下游需求逐步复苏，公司业绩将稳步增长。

行业内首家原油-PX-PTA-聚酯一体化企业，持续受益产业链扩张

2019 年 5 月恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目全面投产，公司成为行业内首家拥有了从“原油-PX-PTA-聚酯”产业链一体化经营的企业。当前公司产能拥有炼化 2000 万吨，150 万吨乙烯，1160 万吨 PTA。公司未来将坚持产业链延伸扩张的战略，纵向上推进 500 万吨 PTA 项目，横向上加快建设 135 万吨民用丝等产能，未来公司聚酯产能将达到 360 万吨。据公司公告，恒力 150 万吨乙烯项目已于 2020 年三季度商业化运行，该项目可行性报告预计年化营收 243 亿，净利 43 亿；2 条年产 250 万吨 PTA 项目已于 2020 年中商业化运行，预计年化营收 232 亿，净利 19 亿；135 万吨民用丝预计项目建设周期 48 个月，采取分批投产的方式，预计项目营收年化 157 亿，净利 20 亿。此外，公司在 PBS/PBAT 可降解新材料规划建设 90 万吨的新产能，预计将于 2022 年中期逐步释放产能，届时公司 PBS/PBAT 可降解新材料将达到 93.3 万吨。

政策推动下未来石化行业供需格局有望持续改善

石化行业供需格局未来在政策推动下格局有望向好。2019 年，中国的炼油能力已超过 8.5 亿吨/年，产能利用率约为 76%，产能利用率水平较低。2019 年 11 月 6 日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，自 2020 年 1 月 1 日起施行。石化化工领域被列入限制类的有新建 1000 万吨/年以下常减压、150 万吨/年以下催化裂化、100 万吨/年以下连续重整(含芳烃抽提)、150 万吨/年以下加氢裂化生产装置等。未来随着需求复苏以及落后产能的淘汰，石化行业供需格局有望持续改善。

三、投资建议

预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 2.32 元、2.51 元、2.67 元，对应 PE 分别为 12.4 倍、11.4 倍、10.7 倍。当前石化行业可比公司平均估值为 34 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

成品油及化工产品价格下跌；公司产能投放速度放缓。

● 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。