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 6 日

● 客户观点反馈

短期而言，基金核心重仓股主要的下跌过程已经完成。市场结构性的行情会成为常态，基本面优秀的资产，股价再下台阶的概率不大。核心资产后续将围绕业绩增速的不同演绎分化格局，优质成长股依然是主力配置的方向，板块上相对看好与海外需求相关的公司。

● 总量观点

【民生宏观】3 月非农大超预期，美债收益率再添上升动力

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

美国 3 月非农就业人口新增 91.6 万人，大幅超市场预期；1 月、2 月数值被上调

美国 3 月季调后非农就业人口新增 91.6 万人，预期增 64.7 万人，前值增 37.9 万人，远高于预期值和前值。1 月非农就业总人数向上修正 6.7 万人，2 月数值向上修正 8.9 万人，两月总计上调 15.6 万人。

分行业来看，3 月就业人数增加最为显著的为休闲和酒店业；其他贡献较高的行业有建筑业、教育和保健业、政府等

3 月休闲和酒店业新增就业 28 万人，前值增 38.4 万人；政府部门就业人数本月新增 13.6 万人，前值下降 9 万人；建筑业本月新增 11 万人，前值下降 5.6 万人；教育和保健本月新增 10.1 万人，前值增 5.7 万人；公用事业、信息业、金融活动等行业变动很小或几乎没有变化。

美国 3 月失业率续创新低；劳动力参与率小幅走高

美国 3 月失业率降至 6.0%，预期 6.0%，前值 6.2%，续创自去年 3 月以来新低。美国 3 月劳动力参与率小幅走高至 61.5%，前值为 61.4%。

3 月平均每周工时高于前值，平均时薪小幅回落；当周首次申请失业救济金人数处低位

3 月私人非农企业员工平均每周工作时长 34.9 小时，前值为 34.6 小时；3 月平均时薪同比增 4.2%，预期增 4.5%，前值增 5.3%；环比降 0.1%，预期增 0.1%，前值增 0.3%；3 月最新公布的当周首次申请失业救济金人数为 71.9 万人，前值 75.4 万人。

大幅超市场预期的 3 月非农数据反映了美国经济的快速修复和疫苗接种的加速推进，加息预期将得到有力地提振，同时美债收益率也有望继续走高

我们认为随着 1.9 万亿财政刺激的正式落地、疫苗接种的加速推进叠加超强的三月非农数据，将共同提振市场对于美联储加息的预期，同时美国经济修复的进程也将继续加快。我们预计 10 年期美债收益率有望在未来 1-2 个月内突破 1.8%。

风险提示：

美国通胀超预期抬升，全球疫情不确定性上行等。

【民生策略】短期把握反弹，中期关注基本面的确定性

（李锋，分析师 S0100511010001，(8610)85127632）

拜登基建计划恐影响美企盈利增速和部分产业中长期发展趋势

短期预计将会和三月份国内外不错的经济数据一起提振市场风险情绪，和年报一季报一起成为本轮反弹的核心助力。中期来看，加税可能会拖累美企盈利增速，时间节点上政策可能要迟至年末才会落地。另外加税虽然短期对美债利率形成一定压制，但很

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

【民生宏观】3 月非农大超预期，美债收益率再添上升动力——点评 3 月非农数据

【民生策略】短期把握反弹，中期关注基本面的确定性

【民生社服商贸】海南旅游人次较 19 年恢复增长，免税迎数据催化

【民生食饮】安琪酵母（600298）2021 年一季报业绩预告点评：动销良好+产品提价助力 20Q1 业绩开门红

【民生电新】天合光能（688599）2020 年报点评：出货高增，积极扩产尽享大尺寸红利

难改变利率继续上行的趋势。长期应该要注意到，基建投资计划的背后是产业竞争，部分行业竞争格局可能生变，投资的确定性需要重新评估。

一季报反弹行情虽好，但 Q2 更要重点关注基本面的确定性

为什么此时关注点开始转向基本面的确定性？前期经过回调，估值的问题暂时解决之后，基本面（增长、竞争格局）的确定性就成为核心问题，确定性的判断不仅决定今年的预期收益率，也决定了估值中枢需不需要继续下移。

目前，不论是自上而下再总量统计数据上，还是中微观产业链观察，我们都看到了一些基本面确定性在走弱的迹象。政策上稳杠杆和企业投资意愿不足，库存周期可能已经处于顶部，进而会影响盈利增速上行的持续性。另外上游价格上升但下游成本传导较难，两头挤压也不利于盈利增速上行的空间和时间。信用端收紧也预示着盈利增速已经处于顶部位置。

从一两个月能见度来看，大概率一季报还不到业绩不及预期情况出现的时候，可能要迟至中报才会有所表现，在此之前四五月份的经济数据需要重点跟踪观察。

景气度决定行情分化，再看四大板块最新情况

整体上我们判断，市场在目前这个位置存在反弹的需要和支撑，之所以定义为反弹，中期的原因是基于基本面确定性下降的判断，交易层面看目前这个位置上方的套牢盘也很重。进入四月，一季报在基数效应下应该会有很多公司需要出业绩预告，业绩超预期的板块也有助于市场人气的修复。短期反弹的持续性也将受美股扰动，尤其是前期美股出现大资金爆仓，证明美股的风险相对来说是比较大的。

配置建议

四月份的行情很大程度上会和一季度预期差有关，交易的影响要强于配置，基于以上对中长期因素的分析，建议关注：

1、受益疫情后服务业复苏，业绩存在超预期可能：餐饮、酒店、旅游、航空

2、中长期产业逻辑坚挺，短期产业链持续产销旺盛的：半导体、面板、锂电、汽车零部件、相关产业链上游材料板块

3、地产链延续高景气：竣工端的建材、家居，以及下游的物业

4、一季度存在业绩超预期可能：有色、基化、炼化龙头

5、可以开始布局二季度才会出现明显修复，近期股价补跌的：保险、云计算

风险提示

海外经济恶化，疫苗进展不利。

● 行业观点

【民生社服商贸】海南旅游人次较 19 年恢复增长，免税迎数据催化

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，021-60876718）

行业数据及新闻：

1) 航空&机场：清明假期首日全国共发送旅客 5143.4 万人次。4 月 3 日（清明假期首日），全国铁路、公路、水路、民航发送旅客总量 5143.4 万人次，比 2019 年同期下降 3.04%，比 2020 年同期增长 157.26%。其中，铁路发送旅客 1463.6 万人次，环比增长 24.12%，比 2019 年同期下降 3.90%，比 2020 年同期增长 276.70%；公路发送旅客 3408 万人次，环比增长 10.20%，比 2019 年同期下降 3.40%，比 2020 年同期增长 122.30%；水路发送旅客 121.17 万人次，环比增长 104.59%，比 2019 年同期下降 43.46%，比 2020 年同期增长 220.52%；民航发送旅客 150.63 万人次，环比下降 12.63%，比 2019 年同期下降 3.90%，比 2020 年同期增长 360.60%。

2) 免税：海南旅游市场持续复苏，预计 Q1 整体销售额有望突破 130 亿元。根据央广网，3 月以来伴随国内疫情进一步稳定，海口美兰机场 3 月日均客流量站稳 6 万人次，3 月下旬开始已较 2019 年实现正增长；另据三亚凤凰机场，自 3 月 28 日夏秋航季开始，三亚机场日均客流量较 2019 年同比增 3.2%，清明旅客吞吐量同比 2019 年将增 12.1%。伴随旅客重返海南旅游市场，我们预计 3 月海南离岛免税日均销售额将环比 1-2 月继续提升，预计 3 月整体销售额有望超过 50 亿元,4 月市场整体亦有望实现淡季不淡。

3) 餐饮&酒店：绿茶餐厅向港交所递交招股书。招股书显示，绿茶餐厅 2018 年、2019 年、2020 年营收分别为 13.11 亿元、17.36 亿元、15.69 亿元;年内利润分别为 4440 万、1.06 亿元、-5526 万元。截至 2021 年 1 月 1 日，绿茶餐厅一共有 185 家餐厅，而截至 2020 年 12 月 31 日为 180 家餐厅。

4) 医美&化妆品：金发拉比发布《关于投资广东韩妃医院投资有限公司的公告》，公司将以 2.37 亿元自由资金受让广东韩妃医院的 36%股权，广东韩妃医院深耕医美行业十余年，截至 2020 年，旗下拥有 5 家医疗美容机构，约 2w 平方米医疗美容空间。（公司公告）。3 月 31 日，头部医美连锁机构联合丽格医疗美容投资连锁有限公司获得 D 轮融资，达晨财智独家投资数亿元人民币。本轮融资后，联合丽格将进一步巩固头部地位，探索创新业务，引领美丽经济发展，更好地为经济内循环贡献力量。（亿欧动力）

投资建议

（1）免税：海南旅游人次较 19 年恢复增长，板块短期有望迎接数据催化，近期海南旅游市场客流已较 2019 年实现正增长，客流增长背景下，离岛免税景气度有望迎来边际提升。中长期而言，免税行业在政策红利+商业模式创新双重驱动下有望持续释放成长动力，推荐渠道、供应链、规模、物业均大幅领先同业的中国中免。

（2）商贸零售：飞亚达 Q1 业绩持续高增，开店加速+渠道拓展有望驱动估值进一步提升。公司预告 Q1 业绩 1.1-1.3 亿元，符合我们此前预测的归母净利同比 2019 年同期有望翻倍增长的预期，继续看好公司在开店加速、品牌结构改善、渠道拓展方面的长期成长性。当前公司 21 年 PE 仅 15 倍，结合当前业绩增速，以及公司作为国内顶奢销售渠道龙头的定位，我们认为公司当前估值仍有提升空间。

（3）医美化妆品：我国医疗美容行业仍处快速成长期，前景广阔。奥园美谷通过收购优质终端医美服务机构的方式，顺利切入我国医美“快车道”，除带动业绩显著增厚的外，公司有望凭借现有资源优势继续深度挖掘医美行业的机会。此外，公司通过与科研机构就重组类人胶原蛋白申请三类医疗器械的战略合作，奠定其医美科技端发展的基础，打开了公司长期发展的空间，当前公司 21 年 PE 尚不足 70 倍，低于医美行业 21 年 90 倍整体估值水平。

（4）交运：推荐航空板块的估值修复机会，短期国内客运市场已基本实现复苏，下半年疫苗接种完成后，国际航线恢复有望大幅改善航司盈利能力及市场竞争格局。中期看民航业供需格局改善：中小航司供给减少+行业机队引进速度放缓，叠加一线机场优质时刻放量，中期行业存供需剪刀差。此外，建议关注估值处于底部合理区域的上海机场，下一期免税合同重签后，公司业绩弹性空间有望重新打开，带动估值重塑。

风险提示

宏观经济下行，行业竞争加剧。

● 个股观点

【民生食饮】安琪酵母（600298）2021 年一季度业绩预告点评：动销良好+产品提价助力 20Q1 业绩开门红

（于杰，分析师 S0100519010004，0755-22662016）

一、事件概述

4 月 1 日，公司发布 2021 年第一季度业绩预增公告，预计 2021Q1 实现归母净利润 4.25~4.55 亿元，同比增加 1.21~1.52 亿元，同比+40%~50%。

二、分析与判断

21Q1 业绩迎来开门红，动销良好叠加提价是业绩高增长主因

21Q1 公司预计实现营收 25.63~26.65 亿元，同比+25%~+30%；实现归母净利润 4.25~4.55 亿元，同比+40%~+50%。总体看，21Q1 公司各业务单元均保持良好的增长态势，其中烘焙面食、YE 食品调味、动物营养、微生物营养、酿造与生物能源、植物营养等业务增速较快。营收端增速大幅高于过去 3 年 15%左右的单季度增速中枢。利润端，受动销良好影响，主要生产成本及费用将得到有效摊薄，叠加公司为应对原料上涨对国内外部分产品实施了提价，预计 21Q1 毛利率同比将有所上行，公司

利润端增速大幅高于收入端，实现业绩开门红。

主要原料成本进入上行周期，产品仍有提价空间

2020 年，糖价进入上行周期对糖蜜价格形成较强支撑，叠加环保要求升高等因素影响，公司生产成本同比有所上升。2021 年糖价预计仍将处于上行周期，糖蜜等主要原材料价格将保持高位，包材等价格也将小幅上行。2021Q1 受成本压力影响，公司对酵母、YE 等酵母提取物进行提价，预计提价幅度约为 8%左右。结合下游动销旺盛及公司的行业垄断地位，我们预计未来公司主要产品仍然有提价空间，2021 年业绩有望保持高速增长。

海内外产能持续扩张，国际化程度进一步提高

2020 年 4 月公司宣布将在宜昌购置工业用地 328 亩，用于建设食品原料类产品加工基地、仓储物流集散地。5 月，公司宣布赴云南普洱设立酵母生产子公司，预计一期工程完工后将贡献 2.5 万吨/年的新增酵母产能。按照公司规划，未来五年酵母产能有望扩张到 33~35 万吨的水平，预计国内国外的现有产能都将得到扩张。

2020 年，公司继续推进海外市场本土化营销与品牌宣传，高效运作埃及、俄罗斯、香港三个国际营销平台，深入国际市场，开展营销技术服务，海外经销商数量超过 3000 家；境外采购、OEM、技术合作规模不断扩大。2020 年公司跨国化指数达到 20.27%，未来公司国际化程度有望得到进一步提高。

三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现营收 104.62/114.28/122.71 亿元，同比+17.1%/+9.2%/+7.4%；实现归母净利润 15.44/17.04/ 18.55 亿元，同比+12.6%/+10.4%/+8.8%，对应 EPS 为 1.87/2.07/2.25 元，目前股价对应 PE 为 30/27/25 倍。目前公司估值略高于中信其他食品板块 24 倍估值水平（2021 年 Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司行业地位稳固、成本转嫁能力强，主业产能仍有扩张空间，长期成长确定性高，维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

【民生电新】天合光能（688599）2020 年报点评：出货高增，积极扩产尽享大尺寸红利

（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

一、事件概述

3 月 31 日，公司发布 2020 年年报：报告期内公司实现营业收入 294.18 亿元，同比+26.1%；实现归母净利润 12.29 亿元，同比+91.9%；实现扣非后归母净利润 11.12 亿元，同比+82.0%；EPS 0.64 元，加权平均 ROE 8.9%。拟以公司 20.68 亿股为基数向全体股东，每 10 股派发现金股利 1.8 元。

其中，Q4 实现营业收入 73.81 亿元，同比+22.4%，环比+4.8%；归母净利润 3.39 亿元，同比+42.7%，环比-0.4%；扣非后归母净利润 3.12 亿元，同比+16.9%，环比-4.4%。

二、分析与判断

组件出货高增，盈利能力保持高位

全年组件业务收入 220.53 亿元，同比+34.5%，主要为组件出货量高增长所致。全年组件出货量 15.915GW，同比+58.85%。公司是老牌组件龙头，2020 年组件出货量 15.915GW，位居全球第一梯队，仅次于隆基与晶科。盈利能力上，组件业务 2020 年毛利率 14.9%，同比-2.3 pct，考虑到会计准则将运杂费计入营业成本以及行业组件价格下降且原辅材成本上升，公司组件业务盈利能力在行业中处于优秀水平。

率先布局 210 大尺寸产品，积极扩产享受红利

公司率先布局 210 大尺寸产品，2020 年 2 月发布基于 210 大硅片的 500W“至尊”组件，5 个月后发布 600W+“至尊”组件。凭借产品优势和对于 BOS 节约贡献，公司 210 产品受下游客户认可，实现满产满销，2020Q4-2021Q1 签单量超过 10GW。凭借产品优势，公司加快扩产，公司 2020、2021 年底组件产能分别达 22、50GW，电池产能分别达 12、35GW，其中 210 电池占比 70%以上。公司在 210 体系中，无论是产品推广、

产能布局还是产业链整合均走在行业前列，凭借产品和产能先发优势，未来充分享受红利。

战略布局清晰，跟踪支架、户用系统、智慧能源业务多点开花

公司长期发展规划清晰，围绕智慧能源，布局了跟踪支架、户用系统、储能多方业务。（1）跟踪支架：由收购 Nclave 而来，行业空间较大，渗透率持续提升，正处在快速发展阶段。2020 年出货 2GW，2021 年预计 4GW。（2）户用系统：属于高毛利业务，公司历经多年打造“天合富家”品牌，2020 年安装量 40MW，2021 年预计 800MW-1GW。（3）智慧能源：与鹏辉能源合资公司，规划 10GWh 储能产能布局，同时配套集成 BMS、PCS、EMS 系统等，提供全生命周期解决方案。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.8、27.12、35.85 亿元，同比分别增长 69.2%、30.4%、32.2%，EPS 分别为 1.01、1.31、1.73 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 19、15、11 倍。公司产品、品牌、渠道优势明显，未来业绩增速较高、增长较为确定，当前估值较低，参考当前 CS 光伏产业 50 倍 PE（TTM）估值，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏装机不及预期、组件销售价格下跌超预期、上游原材料涨价。

● 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。