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 2 日

● 客户观点反馈

客户认为本周茅指数反弹，上市公司一季度业绩绝大多数显著高于全年业绩增速预期。因此“一季报行情”发生的概率较大，四月市场可能以此为催化反弹。

● 总量观点

【民生宏观】如何看待拜登加税计划，影响几何？

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

拜登的加税对象主要就是针对富有群体和企业

具体来看，包括将公司税率从 21%提高到 28%；收入超过 40 万美元的个人，所得税率从 37%提高到 39.6%;对于年收入超过 100 万美元的家庭,提高其资本利得税税率;对 40 万美元以上的收入征收 12.4%的工资税等。

我们认为加税政策具有两重意义：一是为基建计划筹措可用资金，减少财政赤字；二是缩小贫富差距

若拜登的税收计划均能得以实现，未来十年美国财政收入预计将累计增加 3.35-3.67 万亿美元，这将有效缓解美国财政赤字压力。在拜登新税改方案的影响下，增加的税负将落在高收入家庭身上。收入排到全美前 1%的高收入者的税后收入将减少 13-17.8%。

我们认为拜登加税措施对美国经济在中短期和长期将呈现不同影响

中短期来看，加税能为基建项目提供有效资金，叠加消费的增加，共同带动美国 GDP 增速的走高，并改善巨额财政赤字。长期来看，加税计划会适度放缓美国经济增长步伐，并有可能导致部分企业将业务迁出美国本土。提高企业税率将对美国科技股形成抑制。

以下两个关键时间点值得关注

1、2021 年 4-5 月：根据高盛预计，拜登很可能在 4 月份的国会参众两院联席会议上讲述其基础设施计划和政府议程的其余部分;在 5 月前,白宫将向国会提交预算提案,并披露更多相关细节。2、2021 年 10 月：我们认为拜登的基建计划想要成功落地的最大可能是启动预算和解程序。进入 2022 财年（2021 年 10 月）后拜登政府可以再次启用“预算和解程序”。

风险提示：

美国通胀预期持续抬升；全球疫情不确定性上行等。

● 个股观点

【民生电子】中芯国际（688981）：加码成熟制程，受益景气周期

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

一、事件概述

3 月 31 日公司公告，2020 年实现营收 275 亿元，同比增长 25%；归母净利润 43 亿元，同比增长 142%。

二、分析与判断

20 年业绩符合预期，21 年延续景气周期

1）营收：2020 年营收 275 亿元，同比增长 25%；20Q4 营收 66.7 亿，同增 10.3%，

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】如何看待拜登加税计划，影响几何？

【民生电子】中芯国际（688981）：加码成熟制程，受益景气周期；

【民生机械】三一重工（600031）年报点评：经营质量持续改善，全球竞争力不断提升

【民生家电】九阳股份（002242）年报点评：营收首破百亿，西式电器与外销表现亮眼

环减 12.7%，主要受益于晶圆代工产能紧张，成熟制程需求旺盛，带动全年晶圆销量增加及平均售价上升。
2）毛利率：20Q4 毛利率 21.5%，高于此前预告的 19-21%上限，同比提升 0.2pct，环降 4.8pct。
3）归母净利润：20 年归母净利润 43 亿元，同比增长 142%；20Q4 归母净利 12.5 亿，同增 94%，环减 26%，20Q4 扣非 0.4 亿，同减 82%，主要因第四季度计提存货跌价损失增加所致。
4）产能利用率：20Q4 产能利用率 95.5%，较 20Q3 降低 2.3pct，但仍处于较高水平。
5）CAPEX：20 年 CAPEX 为 372 亿元，主要用于上海 12"、北京 12"、天津 8"扩产；计划 21 年 CAPEX 为 281 亿元，主要用于成熟制程，少部分用于先进制程。
6）指引：公司预计 21Q1 收入环增 7%-9%，21 年上半年收入目标 139 亿元，同增 6%。21 全年收入目标为中到高个位数增长，毛利率为 10%-20%的中部。

2021 年满载运营，大力加码成熟制程

20 年 28nm 以上成熟制程营收约 35.4 亿美元占比 90.7%，满载运营。公司 28nm 及以上制程技术成熟，折旧压力小，新产能爬坡迅速，稳扎成熟制程有望借助行业高景气度实现增长、改善业绩。当前公司现有约当 8 寸产能 52 万片/月，21 年成熟 12 寸线扩产 1 万片，成熟 8 寸线扩产不少于 4.5 万片，按照预定设备至少需两个季度、安装和试生产耗费几周的时间，预计公司成熟制程新产能有望于 2021H2 逐步释放。

谨慎扩充先进制程，保障生产连续性

20 年 14/28nm 先进制程营收约 3.6 亿美元占比 9.3。第一代 FinFET 14nm 于 4Q19 量产，第二代 FinFET N+1 已进入风险量产。截至 2020 年底，已投产 1.5 万片/月，但是 4Q20 起 FinFET 产能利用率不足，收入尚未达到预期水准，折旧压力较大。21 年，公司一是保证保障生产连续性，与供应商推进出口准证的申请；二是谨慎扩产；三是加强第一代、第二代 FinFET 多元平台开发和布建。

三、投资建议

我们预计 21-23 年公司归母净利为 27/41/48 亿，目前中芯 H 股 PB 为 1.7x，中芯 A 股 PB 为 4.3x，参考可比公司台积电 9.1xPB，华虹 H 股 2.8xPB，具有显著增长空间，维持“推荐”。

四、风险提示：

中美贸易摩擦加剧，疫情控制不及预期，下游大客户出货量不及预期。

【民生机械】三一重工（600031）年报点评：经营质量持续改善，全球竞争力不断提升

（关启亮，分析师 S0100521020001，021-60876757；徐昊，分析师 S0100520090001，021-60876739）

一、事件概述

3 月 31 日，公司发布 2020 年年报， 2020 年公司实现营业收入 1000.54 亿元，同比增长 32.2%，归母净利润为 154.3 亿元，同比增长 37.7%。另外，公司拟以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数分配利润，向全体股东每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税）。

二、分析与判断

工程机械产品放量，推动公司营收实现快速增长

2020 年，营业收入 1000.54 亿元，同比增长 32.2%。分产品看，公司挖掘机械销售收入 375.28 亿元，同比增长 35.85%，全年挖掘机产量超 9 万台，居全球第一；混凝土机械实现销售收入 270.52 亿元，同比增长 16.6%，稳居全球第一品牌；起重机械销售收入达 194.09 亿元，同比增长 38.84%，其中的核心产品汽车起重机市场份额持续提升；桩工机械销售收入 68.25 亿元，同比增长 41.9%，稳居中国第一品牌；路面机械销售收入 28.04 亿元，同比增长 30.59%，摊铺机市场份额居全国第一。公司多系列产品销量高居国内乃至全球第一，工程机械龙头实力彰显。

经营能力持续提升，财务状况不断优化

报告期内，公司净利率为 15.85%，同比上升 0.61pct，毛利率为 29.82%，同比下降 2.87pct，期间费用率为 12.80%，同比下降 1.84pct，其中，销售费用率大幅下降 1.92pct，管理费同比下降 0.34pct。公司销售费用率上升，毛利率下降，主要受新收入准则下运输费用计入营业成本影响，但不改净利率持续回升趋势。另外，随着公司销售回款的增加，公司经营活动净现金流达 133.63 亿元，同比增长 12.45%，再创历史新高；存货周转天数由 91.34 天下降至 86.36 天，应收账款周转天数由 99.74 天下降至 78.47 天。受益于期间费用率的下降和营运能力的提升，公司净资产收益率（平均）提升 1.03pct，达到 30.56%，资产质量和收益水平稳步提升。

积极推进数字化、智能化转型，公司竞争优势有望进一步强化

报告期内，公司积极推进数字化、智能化转型，一方面，公司大力推进“灯塔工厂”建设，广泛采用视觉识别、工艺仿真、重载机器人等前沿工业技术和数字技术，极大地提升了人机协同效率与生产效率，大幅降低制造成本。另一方面，公司亦不遗余力地推进“流程四化”、推动制造、供应链、采购、研发、营销等工业软件运用，实现业务软件的互联互通，实现各业务的网络化协同。随着公司向数字化、智能化方向进行积极转型，公司有望在制造成本和生产效率方面的竞争优势有望进一步强化。

国际化成效显著，海外市场份额明显提升

2020 年，公司实现国际销售收入 141.04 亿元，与 2019 年基本持平。但受到全球新冠疫情影响，海外市场需求同比明显萎缩。公司海外市场销售情况优于行业，产品市场份额明显提升。以挖机为例，公司海外市场销量突破 1 万台，同比增速逾 30%，其中，北美、欧洲、印度等主要市场挖掘机份额均大幅提升，东南亚市场实现集体突破，在部分国家的市场份额已上升至第一。伴随着公司在渠道、服务能力、以及代理商服务和配件体系的不断完善，我们预计公司未来海外收入仍将保持快速增长态势。

三、投资建议

预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 1204/1407/1607 亿元，实现归母净利润为 190/224/259 亿元，考虑到在数字化和国际化的双轮驱动下，公司市场竞争力和盈利能力有望进一步提升，且 PEG<1，估值与业绩的匹配度较好，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

工程机械销量不及预期、海外市场拓展低于预期、行业竞争格局恶化

【民生家电】九阳股份（002242）年报点评：营收首破百亿，西式电器与外销表现亮眼

（李锋，分析师 S0100511010001，010-85127632）

一、事件概述

九阳股份于 2021 年 3 月 31 日晚间发布年报，据公司公告显示，2020 年公司共实现营业收入 112.24 亿元，同比+20.02%；实现归母净利润 9.40 亿元，同比+14.07%；实现扣非归母净利润 6.80 亿元，同比-9.76%。

二、分析与判断

营收首次突破百亿，西式电器与外销表现亮眼

公司在 Q1 遭受疫情冲击的前提下迅速调整运营策略，全年营业收入同比增长超 20%，营收总额首次突破百亿，其中 Q1-Q4 营收分别实现同比-5.4%，+19.6%，+22.1%，+35.0%的增速，逐季修复节奏明显。其中，食品加工机、营养煲及西式电器三大品类分别实现同比 16.1%、12.1%和 32.9%的收入增长，以新兴品类为主的西式电器表现亮眼；内外销方面，尽管外销收入仅 9.34 亿元，体量仍较小，但同比实现 79.9%的增长，增势迅猛。

毛利率同比微降 0.47PCT，销售费用与研发费用增长良好

据公司公告，2020 年公司实现毛利率 32.0%，同比微降 0.47PCT，或由于毛利率水平较高的豆浆机类产品占比的下滑以及整体产品结构的年轻化所致。同时，公司加大了产品营销投入与渠道，致使销售费用率同比+0.85PCT 至 16.6%。公司整体期间费用率同比+0.06PCT，全年实现归母净利率 8.8%，同比-0.57PCT。

产品渠道双引擎升级，产品矩阵叠加渠道融合共同开启上行空间

产品端，公司独创 SKY 系列产品已从中高端市场稳步推向主销航道，清洁电器借由消毒、轻便等细分优势快速打入市场，同时外销方面 Foodi 等反哺类产品的尝试也进入快速铺货阶段；渠道端，公司积极布局 Shopping Mall 等高价值新兴线下渠道，以直播内购等互联网手法推动线下渠道升级与渠道间融合，同时在线上继续拥抱社交电商新玩法及红利。中长期维度看，公司开始进入产品与渠道共振区间，或将迎来新一轮高速成长。

三、投资建议

综上预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.41，1.58，1.80 元，对应 PE21.8x，19.5x，17.1x，当前行业可比公司 Wind 一致性预期平均估值为 25.3x，考虑到公司高端新品与清洁电器共同开启上行周期，内外销协同成长空间值得期待，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

原材料价格上涨，行业竞争格局加剧。

● 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。