民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 03 月 30 日

● 客户观点反馈

客户观点判断全球经济处于复苏叠加流动性收紧时期，目前比较看好企业盈利向上且供给受限的传统行业。主要关注顺周期、有色、化工、钢铁、轻工等。认为核心资产板块短期可能有小幅反弹，对前期涨幅的较大的板块较为持谨慎态度。

● 行业观点

【民生机械】周报 20210329：3 月份挖机销量乐观，行业景气度持续

（关启亮，研究助理 S0100120030002，17825000620）

周观点：

工程机械： 3 月份挖机销量乐观，行业景气度持续。根据 CME 数据，3 月份挖掘机预计销量约 7.2 万台，同比增长约 45.7%，其中国内预计销量约 6.7 万台，同比增长约 43.8%，出口预计销量约 0.5 万台，同比增长约 78.7%。受去年同期基数较低影响，1-2 月其余各类工程机械也均出现了高增长，其中汽车起重机销量同比增长 83%，高空作业平台销量同比增长 181%。3 月份挖机预期销量在同期高基数下增速乐观，表明下游行业需求韧性较强。展望未来月份，我们预计：1）随着疫情后海外各国经济恢复建设，工程机械出口有望回暖；2）在新基建政策指引下，预计 21 年仍为项目开工大年，设备增量需求稳定；3)在设备更换周期和排放标准升级驱动下，全年存量替换需求充足。长期来看，我们认为：1）随着国产品牌性价比优势的凸显，国内龙头企业海外市场份额有望提升；2）工程机械的应用场景正逐步拓宽，将带来新增市场需求 3）随着我国人口红利的消失，机器换人需求将增加 4）在智能化、电动化转型趋势下，行业发展空间有望打开。综上，在行业集中度不断提升的趋势下，建议重点关注国内主机厂龙头三一重工、中联重科、徐工机械，此外，当前核心零部件国产替代正加速进行，建议关注国产核心零部件龙头恒立液压、艾迪精密。

叉车行业：一季度行业预计保持高增长，钢材涨价短期扰动盈利能力。2021 年一季度，国内叉车销量预计大概率将超过 18 万辆，同比增长 40%以上，相比 2019 年同期增速接近 20%。其中，持续受益于人力替代加速，以及应用场景的拓展，三类仓储类电动叉车的占比从 2020 年的约 40%，提升到目前约 50%，销量增速超过 50%以上，预计仍将保持 40%以上的高增长。未来随着锂电成本的下降，以及叉车性能和使用经济性的提升，一类电动平衡重叉车的占比有望持续增长。

行业短期受到钢材涨价影响，短期内扰动行业盈利能力。目前叉车的钢材占成本的超过 30%，钢材价格在 2020 年 Q4 上涨超过 10%，2021 年 1-2 月仍然保持增长的趋势，短期内对行业的盈利能力有所扰动。我们认为：1）国内叉车龙头经过几十年的发展，对原材料价格的周期性波动有成熟的应对体系；2）电动叉车钢材等占比相对较低，随着电动化率的提升，原材料涨价影响有望弱化；3）目前行业的高景气度可以部分传导至下游；4）涨价最终会由供求关系引导至合理的价格区间内，行业盈利能力将恢复正常。持续关注叉车行业的成长性和集中度提升，重点关注：安徽合力、杭叉集团。

缝纫设备：行业周期上行，缝纫设备集中度加速提升。2020 年国内行业内核心企业营业收入约 266 亿元，同比下降 3.5%，较 Q3 收窄 9 个百分点，较 Q2 收窄 14 个百分点；实现利润约 17 亿元，同比增长 10%，较 Q3 增长约 24 个百分点。2020 年国内工业缝纫机出口量约 391 万台，同比增长 0.4%，出口额约 10 亿美元，同比下降

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

【民生食饮】天润乳业（600419.SH）非公开发行股票事件点评：发力上游奶源建设，持续推升奶源自给率速

【民生电新】金风科技(002202):风机业务毛利率提升，在手订单依然充足

【民生石化】中国石化（600028）2020 年年报点评报告：产品量价齐跌，归母净利同比下降 43%

【民生通信】华测导航(300627)2021 年一季度预告点评：北斗下游应用百花齐放，一季度业绩延续高增长

15.2%，降幅较 11 月分别收窄 8 和 2 个百分点。国内纺织服装行业恢复迅速，缝纫设备需求端逐步恢复，并受益于设备出海需求，缝纫设备销量实现国内和出口双升。3 月 24 日，杰克股份第三期员工持股计划已通过二级市场完成公司股票购买，购买数量约 440 万股，占公司总股本约 1%，成交金额合计 1.5 亿元，成交均价约 34 元/股。公司通过不断完善员工持股计划方案，将公司业绩和个人绩效挂钩，持续提高员工积极性，公司业绩效益有望进一步提升。目前公司国内市占率超过 28%，在基于单机市场份额不断扩大的基础上，加速发展智能缝制业务，加快技术和品牌力的提升，逐步进军中高端市场，直面与重机、兄弟的竞争。我们认为，随着出口+内需驱动行业景气度持续增长，缝纫设备行业集中度有望持续提升，重点关注缝纫设备龙头：杰克股份。

光伏设备：电池片龙头 HJT 项目顺利步入量产，看好设备企业的长期成长空间。据爱康集团披露，3 月 25 日，爱康光电浙江湖州基地一期 220MW 异质结电池项目 iCell 异质结电池片，继泰州基地后成功批量下线，宣布全面进入批量化、大规模生产阶段。此次批量下线的异质结电池为 iCell 一代产品，这也是继去年 12 月试样生产进展以来，迈入从研发试样到规模化量产的新阶段。目前，爱康湖州基地总规划 6GW 高效异质结电池、组件项目，一期将达产 220MW 异质结电池生产产能，预计 21 年总体将有望实现 2GW 的产能规模。正如我们前期深度报告中的观点所示，随着各大电池龙头 HJT 电池逐步进入量产阶段，HJT 电池技术的可行性、性能的先进性，产品的经济性正逐步得到市场的验证。这将形成有力的示范效应，吸引更多产业资本加码 HJT 电池，行业的产能需求也将逐渐进入更为良性的增长循环。而作为新一代的平台型技术，HJT 电池在拥有蓝海市场空间的同时，也对相应的工艺设备提出更为严苛的技术要求。考虑到 HJT 设备的技术壁垒，拥有深厚积淀的设备龙头有望在本轮的技术革新中深度受益，建议关注 HJT 设备的龙头企业迈为股份、捷佳伟创、金辰股份。

核心组合：中联重科、三一重工、徐工机械、恒立液压、艾迪精密、安徽合力、捷佳伟创，迈为股份

投资建议：工程机械领域，建议关注国内主机厂龙头三一重工、中联重科、徐工机械，此外建议关注国产核心零部件龙头恒立液压、艾迪精密；叉车领域，国内叉车行业的高景气度可以持续，持续看好叉车行业龙头，重点关注安徽合力、杭叉集团；缝纫设备领域，随着出口+内需驱动行业景气度持续增长，缝纫设备行业集中度有望持续提升，重点关注缝纫设备龙头杰克股份；光伏设备领域，在新型电池技术有着深厚积淀的设备企业有望深度受益，建议关注迈为股份，捷佳伟创、今辰股份。

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。

● 个股观点

【民生食饮】天润乳业（600419.SH）非公开发行股票事件点评：发力上游奶源建设，持续推升奶源自给率速

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

事件概述

天润乳业于 3 月 28 日发布 2021 年度非公开发行股票预案，拟非公开发行股票募集不超过 5.675 亿元资金，扣除发行费用后将以 3.97 亿元用于子公司天润北亭 1 万头规模化奶牛示范牧场建设项目，1.70 亿元用于补充流动资金。

分析与判断

扩张上游牧场建设，原奶自给率高位基础上继续增长：上游原奶方面，公司目前拥有昌吉、阿克苏等 16 个规模化牧场，奶牛存栏 2.84 万头，原奶率自给率达 67%，在乳制品上市公司中属绝对高位。公司此次募资将通过全资子公司天润北亭再建 1 万头规模化牧场，进一步扩大奶牛养殖规模。此次拟新建牧场位于 222 团，毗邻乌鲁木齐，将有助于公司继续巩固乌昌核心市场优势。2018 年以来奶价进入上行周期，各乳企近年来均加大了对上游奶源控制力度、持续提升自身奶源自给率。公司在高位原奶自给率基础上，继续发挥自控牧场管理优势，加大牧场建设力度，有助于稳定获得优质

奶源，保持产品品质与公司竞争力。

常温业务表现优异，唐王城投产在即解决产能瓶颈：公司核心产品以低温酸奶、常温浓缩白奶和奶啤为主，2020 年低温/常温产品分别实现 9.31/7.89 亿元，常温业务收入同比增长 21.5%，显著好于低温业务-0.9%。常温产品的快速增长得益于疫情背景下市场需求向白奶转移以及奶啤独立运作后的快速成长性得以体现。过去公司成长性显著受限于产能约束，目前唐王城 3 万吨生产线已进入试产环节、正式投产在即，且未来保留较大扩产空间，有助于缓解公司产能瓶颈。同时，唐王城项目投产也将支撑公司向南发展战略，推动南疆市场布局。

加强布局南疆市场，渠道改革有望推动疆外市场重回快速增长：天润的优势市场集中于北疆区域，目前正重点开拓南疆与疆外市场，2020 年疆内/疆外市场分别实现营收 11.23/6.41 亿元，分别+8%/+10%。疆内增速略低于疆外，主因疆内两次疫情冲击影响，但天润疫情期间进一步延伸疆内销售网络，开辟社区便民服务点、社区团购等补充渠道保障乳制品供应，未来将以南疆市场为发展重点，巩固疆内市场优势。疆外业务恢复双位数增长，公司去年疆外销售体系改革初见成效，针对江浙鲁粤等核心市场与核心大商深化合作、聚焦费用投放等策略取得了较好效果。未来公司将集中力量拓展疆外核心省份，给予政策倾斜与费用支持，推动疆外市场重回快速增长。

投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 20.60/23.71/27.34 亿元，同比+16.6%/+15.1%/+15.3%；实现归母净利润 1.80/2.06/2.39 亿元，同比+21.9%/+14.5%/+16.3%，EPS 分别为 0.67/0.77/ 0.89 元，对应 PE 为 23X/20X/17X，公司估值显著低于乳制品行业 2021 年预期平均 37X 的估值水平。考虑到公司优秀的产品力及疆内稳固的市场地位，结合产能加码及渠道拓张等动作，我们看好公司将进入新的较快增长阶段，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情反复影响需求，渠道拓张不及预期，原奶价格大幅上升。

【民生电新】金风科技(002202):风机业务毛利率提升，在手订单依然充足

（于潇，分析师 S0100520080001，13917041099）

事件概述

3 月 27 日，公司发布 2020 年年报：全年实现营收 562.65 亿元，同比+47.1%；归母净利润 29.64 亿元，同比+34.1%；扣非后归母净利润 27.63 亿元，同比+70.4%。2020Q4 单季度实现营收 192.34 亿元，同比+42.4%；归母净利润 8.94 亿元，同比+44.5%；扣非后归母净利润 9.07 亿元，同比 371.7%。

分析与判断

20 年风机销量增长 58.3%，在手订单依然充足：得益于 20 年国内陆上风电抢装，公司作为龙头，风机业务增长明显。全年风机销量 12.93GW，同比+58.3%；其中 1.5MW、2S、3S/4S、6S/8S 机型销量分别为 0.3、10.71、1.43、0.48GW，同比分别增长 130.6%、51.2%、104.6%、91.2%。行业抢装过后，公司在手订单依然充足。截至 20 年底公司外部在手订单共计 14.4GW，其中待执行订单 10.77GW（1.5MW、2S、3S/4S、6S/8S 机型分别为 27.15、3568.8、5069.42、2105.9MW），外部中标未签订单 3.63GW（1.5MW、2S、3S/4S、6S/8S 机型分别为 49.5、2872.1、605.1、100.5MW）。此外公司内部订单 1.7GW。充足的在手订单将保证未来风机业务持续增长。

风机业务毛利率提升，盈利能力持续向好：20 年风机业务（不含零部件）毛利率 14.58%，同比+2.28 pct。其中 1.5MW、2S、3S/4S、6S/8S 机型毛利率分别为 26.2%、13.9%、14. 1%、20.2%，同比分别增长 0.2、2.27、0.14、4.36 pct。抢装潮过后零部件成本有望下降，叠加公司平台化推进及机型瘦身，公司风机业务盈利能力有望进一步好转。

期间费用率降低，先行指标依然优秀：20 年公司综合毛利率 17.73%，同比-1.28 pct，主要为毛利率较低的风机业务高增长所致。20 年期间费用率为 13.9%，同比-2.7 pct；其中销售、管理、财务、研发费用率为 6.5%、3.2%、1.7%、2.6%，同比分别-0.3、-1.1、-1.5、+0.2 pct。公司预收账款+合同负债期末值为 83.81 亿元，同比-14.1%，考虑抢

装订单的交付，依然维持在较高水平。

投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 34.37、43.46、52.06 亿元，同比分别增长 16%、26.4%、19.8%，对应 2021-2023 年估值分别为 18、14、12 倍。参考 CS 风电板块 24 倍 PE-TTM，考虑公司龙头地位与长期成长空间，维持“推荐”评级。

风险提示：风电装机低于预期，竞争加剧价格降幅超预期。

【民生通信】华测导航(300627)2021 年一季度预告点评：北斗下游应用百花齐放，一季度业绩延续高增长

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

事件概述

公司于 3 月 26 日发布 2021 年第一季度业绩预告，预计 2021 年一季度实现归母净利润 4700-5300 万元，同比增长 148.85-180.62%；实现扣非归母净利润 3300-3900 万元，同比增长 654.41-791.57%。

分析与判断

各业务发展势头良好，公司 2021 年一季度业绩高速增长：公司 2021 年一季度实现归母净利润为 700-5300 万元，同比增长 148.85-180.62%；扣非归母净利润为 3300-3900 万元，同比增长 654.41-791.57%。报告期内，公司 GNSS 智能装备、农机无人驾驶、形变监测等业务板块均实现了快速增长，营业总收入与 2020 年同期相比增长约 130%，与 2019 年同期相比增长约 80%。公司同时持续加大研发投入，不断构筑和提升核心技术壁垒，根据各行业应用的市场需求，优化产品及解决方案，提升综合竞争力，使公司品牌影响力、相关行业市场份额得以快速提升。

传统业务稳步推进，新兴业务多点开花，公司未来发展动力强劲：公司传统业务方面，新基建加码北斗精准时空技术融合应用需求，推动测绘装备市场和高精度卫星导航产业快速发展。报告期内，公司自研高精度芯片“璇玑”已实现投片并成功量产，将用于自研装备及对外销售。此外，公司拟向特定对象募集不超过 8 亿元用于北斗高精度基础器件及终端装备产能建设项目(3.27 亿)、智能时空信息技术研发中心建设项目（2.37 亿），以丰富和完善公司“北斗+”产业生态体系，强化公司在高精度卫星导航定位领域的竞争优势。新兴业务方面，北斗三号完成全球组网，北斗三号所提供的星基增强、地基增强、精密单点定位等服务为北斗高精度的泛在化应用奠定坚实基础，卫星导航下游应用市场将加速扩张；随着 5G 商用时代到来，北斗+5G 技术融合，应用将拓展至工业互联网、物联网、车联网等新兴应用领域，迎来黄金增长期。公司持续加强高精度核心技术研发投入，截至 2020 年 Q3 公司累计研发投入 1.53 亿，同比增长 41.23%，主要围绕 GNSS 定位算法、组合导航、机械控制等核心技术提升，芯片、板卡等器件开发，以及测绘、自动驾驶等智能装备、解决方案研发。持续研发投入有助于公司增强核心竞争力，满足市场升级需求，进一步提高公司市场份额。

投资建议

华测导航作为高精度 GNSS 市场领军企业之一，掌握核心芯片及算法技术，具备良好的成长性和业绩确定性，研发投入持续处于业内领先水平，未来发展空间广阔。我们略微下调公司的业绩预测，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 2.03/2.55/3.40 亿元，对应 PE 为 40/32/24 倍，公司上市以来的 PE 估值中枢为 45 倍,维持“推荐”评级。

风险提示：产品需求不及预期；海外业务受疫情影响；上游原材料涨价的风险

【民生石化】中国石化（600028）2020 年年报点评报告：产品量价齐跌，归母净利同比下降 43%

（杨侃，分析师 S0100516120001，18611567286）

事件概述

2021 年 3 月 29 日公司发布 2020 年年报，营收 2.1 万亿元，同比下滑 29%，归母净利 329 亿元，同比下降 43%，归母扣非净利-16 亿，同比下降 103%。

分析与判断

产品量价齐跌，归母净利同比下降 43%：据公司公告，报告期全年油气当量产量 459 百万桶，同比增长 0.02%；全年加工原油 2.37 亿吨，同比下降 4.7%；全年成品油总经销量 2.18 亿吨，同比下降 14.5%。营收和净利的下滑主要是受疫情影响导致的公司主要产品量价齐跌所致。据 wind，布油 2019 年 12 月均价为 65 美元/桶，2020 年均价为 42 美元/桶，假设库存周转为 30 天，按照公司 2020 年原油加工量 2.37 万吨测算，库存损失约 226 亿。展望 2021 年，我们判断随着疫情的缓解，下游需求将持续回暖，公司产品量价有望持续改善。

分板块看，勘探与开发板块经营亏损为 165 亿元，同比减少 258 亿元，主要归因于原油价格大幅下降影响；炼油板块经营亏损 56 亿元，同比减少 362 亿；销售板块，经营收益 208 亿元，同比下降 28%；化工板块经营收益 104 亿元，同比减少 70 亿，主要归因于受疫情影响，化工产品需求下降，价格下跌，化工业务毛利下降。

规模优势、网络渠道优势及技术壁垒等打造公司牢固护城河：规模优势：公司是国内上、中、下游一体化的大型能源化工公司，炼油及乙烯能力国内排第一。公司通过规模效应能有效降低成本，通过一体化增强业务协调及抗风险能力。

网络渠道优势：公司成品油销售网络国内排第一，成品油销量国内排第一。截止 2019 年底，公司在国内核心区域布局中国石化品牌加油站 30702 座，同比 0.1%。公司加油站在国内布局早，具有先发优势和排他性，是公司销售网络的核心壁垒。

技术壁垒：公司在勘探开发及炼化等领域拥有众多核心技术。2019 年申请专利 6160 件，获得境内外专利授权 4,076 件；获国家科技进步二等奖 6 项；获国家技术发明二等奖 1 项；获中国专利金奖 1 项、银奖 3 项、优秀奖 3 项。上游方面，四川盆地海相大中型气田富集理论和勘探技术研究取得进展，支撑四川盆地天然气储量突破，自主研发钻井旋转导向系统在胜利油田成功应用。炼油方面，开发不同配方低硫船燃并通过发动机性能测试和耐久试验，高档汽柴油机油达到国际最新标准并实现工业生产和商业推广。化工方面，第二代高效环保芳烃工业示范装置成功开车，浆态床蒽醌法制双氧水、对位芳纶成套技术实现工业转化，新结构分子筛 SCM-15 获国际分子筛协会结构代码。

投资建议

预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.49 元、0.55 元、0.60 元，对应 PE 分别为 8.7 倍、7.7 倍、7.0 倍。当前石化行业可比公司平均 PE 为 20 倍，并且公司 PB 仅 0.71 倍，处于历史底部，维持“推荐”评级。

风险提示：国际油价下滑；淘汰落后产能速度放缓。

● 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。