民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 3 月 26 日

● 客户观点反馈

客户认为市场转折点可能会出现在三季度初，稳增长将使货币政策略微放松，预计市场将迎来较为确定的投资机会。短期较为关注：（1）“碳中和”大方向；（2）建筑、机械设备、化工等行业需求提升带来的投资机会；（3）业绩和估值相匹配的公司。

● 行业观点

【民生食饮】前两月啤酒产量增速超 60%，预计外资表现好于内资

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

啤酒：1-2 月规模以上企业销量增长超 60%，预计外资表现好于内资

2021 年 1-2月，中国规模以上啤酒企业累计产量 504.7 万千升，同比增长 61.0%。得益于去年同期（尤其是 2 月）的超低基数，行业产量数据表现亮眼。预计 3 月数据增速环比将有所走弱（去年 3 月开始行业开始逐步进入补库存阶段），但预计 21Q1 整体产销增长数字仍将较为亮眼。与此同时，我们判断 21Q1 外资厂商销量表现预计将好于内资厂商表现。由于去年年初夜场、餐饮等啤酒即饮渠道几乎停滞，而外资品牌在即饮渠道占比显著高于内资品牌，因此我们预计百威、嘉士伯、喜力等外资品牌在今年前 2 个月的销量增速表现好于平均数，预计主要在 60-100%区间；而内资品牌增速则预计大部分在平均数之下，预计主要集中于 35-50%区间。展望 2021 年全年，我们认为在 2020 年低基数情况下，行业产销有望实现恢复性增长。行业成本压力（包材及大麦成本）于 2021 年将更加明显，而龙头对高端化及利润诉求加强，行业竞争有望整体性趋缓。推荐排序：**燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合**，重申燕京啤酒基本面有望迎来拐点，并关注港股华润啤酒。

白酒：行业进入停货挺价期叠加一季报预期向好，板块有望逐步回暖

自去年 12 月行业进入春节旺季前控量挺价期以来，茅台批价持续见新高、强势突破 3000 元整数大关，板块情绪不断得到提振。尽管春节前后飞天批价相对于高点 3300 元有所回调，但目前仍维持在 3200 元附近高位。受茅台批价回落及节前渠道放货影响，五粮液批价有 10-20 元的小幅回调，但从量价匹配角度来看，得益于春节消费氛围旺盛以及茅台供需缺口放大，五粮液动销表现堪称上佳，节后批价也受益于茅台价格向好稳定在 980 元附近。次高端方面，得益于厂商对疫情良好预判、提前备货以及对商务团购、小型宴请等渠道的良好把握，强势次高端品牌如汾酒、剑南春、洋河梦之蓝等预计均有良好表现。得益于基本面端的较好反馈，自去年 12 月以来的 2 个半月时间白酒板块涨幅累计超 45%，短期涨幅过快叠加市场风格阶段性切换使得短期波动较剧烈，因此近期板块回调明显。我们认为，节前高端白酒需求旺盛、经销商备货积极性强，而春节期间动销表现正常，基本摆脱疫情影响，高端品牌以及头部次高端品牌渠道库存去化正常，行业一季报整体展望向好，行业逻辑未见改变，板块趋势仍大概率维持景气。3 月份开始行业逐步进入控量挺价期，近期国窖 1573 经典装和酒鬼酒（透明装）宣布停货，未来一个季度价格端逻辑将成为板块主要逻辑。叠加对一季报预期向好及成都糖酒会，我们判断板块热度将有望逐步回温。投资建议方面，我们仍重点推荐增长确定性组合：**推荐贵州茅台+五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。**

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】金龙鱼（300999）2020 年报点评：主业保持稳健增长，行业头部地位稳固

【民生食饮】中炬高新（600872）2020 年报点评：渠道裂变叠加产能扩张，长期成长逻辑仍然清晰

【民生计算机】金山办公(688111):云转型成果丰厚，长期增长空间广阔

乳制品：奶价短期回调属淡季正常情况，预计全年仍是温和上涨态势

展望 2021 年，我们认为在疫情相对得控假设下，原奶成本上涨将相较于 2020 年温和且可预测；企业近年加大奶源布局建设，持续提升自控比例以保证供给及生产稳定。下游方面，高端产品线预计在低基数情况下实现温和复苏，在价方面部分对冲对上游原奶压力；中低端产品线竞争预计也将大概率放缓，因此判断行业竞争趋缓逻辑有望在 2021 年真正兑现。节前，由于市场担忧疫情对行业需求的扰动，板块调整明显。但实际情况看，因疫情控制得力，行业需求基本恢复正常化，在去年同期低基数情况下有明显增长。预计全国化品牌（伊利、蒙牛）及一线城市本地品牌（如三元、光明、燕塘）春节期间弹性显著好于大部分地方品牌。一方面，20Q1 疫情冲击全国化品牌更明显（全国品牌礼赠属性较强的高端产品占比较高）；其次 20Q1 地方品牌得益于需求基本盘稳定、生产运输受疫情影响相对较少而受损相对较低；再次，今年春节因就地过年政策导致一线城市留驻人口显著高于去年，因此我们看好 21Q1 全国品牌及一线城市本地品牌（光明、燕塘、三元）等公司业绩表现。此外，去年春节后的 2-4 月渠道处于去库存状态，行业收入端及费用端均持续遭受疫情影响。而得益于今年春节动销正常化，预计春节后渠道备货也将趋于正常化，因此预计各公司收入端及利润端均有良好表现。此外，节后奶价有所回落，这其实属于供需恢复正常化的常态情况（供给相对稳定但需求进入淡季）。推荐排序：**伊利股份+天润乳业+燕塘乳业+新乳业+光明乳业**，同时关注受益于奶价确定向上涨的港股标的——现代牧业。

调味品： B 端需求复苏推动行业竞争走出前紧后松态势，关注海天“T+N”战略

展望 2021 年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端需求同比、环比持续修复，行业需求将持续向正常化迈进。21Q1 在 20Q1 低基数（春季备货前置+疫情冲击）下高弹性及成本压力带来的提价预期（直接或间接）将是板块两大核心逻辑。提价预期：在成本上涨与需求复苏交织背景下，行业提价预期强烈。尽管年初海天官宣 2021 年将不会直接提价，但判断其仍将大概率通过缩减费用投放的方式实现间接提价。需求修复：由于低基数效应与餐饮回暖，判断 2021 年以 B 端渠道为主的企业收入端弹性较大。竞争趋缓：基于成本压力与需求修复，判断行业竞争态势将稳步趋向放缓，节奏上判断是前紧后松。但以长时间维度来看，龙头基于强力收入诉求将持续对中小企业实施压力，行业集中度提升趋势不可逆。重点关注低基数及改革推动 2021 年收入端有望体现高弹性的标的，**推荐排序：中炬高新+恒顺醋业+涪陵榨菜+海天味业。**

风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

● 个股观点

【民生有色】紫金矿业公告点评：量价齐升逐步兑现，Q1业绩翻倍增长

（方驭涛，分析师 S0100519070001，15021817583）

事件概述

公司于 3 月 24 日盘后发布 2021 年第一季度业绩预告，预计实现归母净利润 23-25 亿元，同比增长 121.15%-140.38%。

业绩：主要产品量价齐升，单季净利润历史新高

公司单季净利润创下历史新高，以 2021Q1 单季净利润中值 24 亿元计算，归母净利润同比增长 130.77%，环比增长 23.97%。业绩增长主要源于产量增长和产品价格

提升。2021年初至今国内 SHFE 铜价、SHFE 金价、SHFE 锌、SHFE 银价分别为**62492.64 元/吨、378.87 元/g、20933.02 元/吨、5459.45 元/kg，较 2020Q1 分别上涨 38.6%、5.98%、24.94%和 33.46%。**

行业：铜金价格有望维持强势

铜：精矿供给持续偏紧，国内部分冶炼厂逐步进入检修时间，供给整体偏弱；需求端，电力投资整体稳定，新能源汽车、光伏、风电等新兴领域对铜的需求维持高速增长，供需平衡缺口延续，铜价有望继续上行。黄金：经济复苏预期以及美债供给的扩大，使得美债收益率不断上升，黄金短期维持震荡。美债收益率继续上行不排除美联储实施扭曲操作可能；同时，随着 2021Q2 商品同比数据大增以及美国 2020Q2 以来的房价上涨逐步反应在 CPI 当中，美国通胀压力逐步显现，黄金有望迎来上行行情。

业务：产能逐步释放，业绩维持高速增长

公司 Timok 铜矿、巨龙铜矿的驱龙一期项目将于 2021 年下半年至年底投产，陇南紫金、诺顿金田等技改项目相继于 2021 年下半年投产。公司矿产金 2021/2022 年产量为 53-56吨/67-72 吨，矿产铜 2021/2022 年产量为 54-58 万吨/80-85 万吨。

投资建议

公司将进入产能放量期，预计 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.43/0.64/0.76 元，对应当前股价的 PE 分别为 22/15/12 倍，随着铜金产能的逐步释放，估值将逐步下降，2021 年业绩对应估值处于历史低位，与同业江西铜业（36 倍，2021 年 Wind 一致性预期）、云南铜业（34 倍，2021 年 Wind 一致性预期）相比较低，维持“推荐”评级。

风险提示

项目投产进度不及预期，金铜价格上涨不及预期。

【民生食饮】珠江啤酒2020年报点评：产品高端化持续发力，中长期成长性可期

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

事件概述

3 月 24 日，公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业总收入 42.49 亿元，同比+0.13%；实现归母净利润 5.69 亿元，同比+14.43%；基本 EPS 为 0.26 元。2020 年度拟每股派发红利 0.115 元（含税）。

2020 年量减价升使利润端增速高于收入端，产品高端化持续推进

2020 年公司实现营收/归母净利润 42.49/5.69 亿元，同比分别+0.13%/+14.43%；合 Q4 单季度实现营收/归母净利润 7.42/0.64 亿元，同比分别-1.78%/+48.60%。总体看，疫情对销量的冲击仍然较为明显，2020 年啤酒销量下滑 4.65%，但受益于吨价提高，收入规模总体与 2019 年持平。利润端，公司聚焦产品创新，推动高档产品销量占比提升；同时积极开展开源节流、降本增效工作，充分利用国家阶段性减免企业社会保险费等优惠政策带来的成本降低，使得全年利润端增速大幅高于收入端。

分产品看，2020 年高档/中档/大众化产品分别实现营业收入 21.70/15.04/3.87 亿元，同比分别+9.07%/-12.84%/+15.81%；高档/中档/大众化产品分别占销售收入比重 53.44%/37.02%/9.54%，同比分别+4.30ppt/-5.58ppt/+1.28ppt；高档/中档/大众化产品分别实现毛利率 54.04%/45.93%/34.66%，同比分别+4.66ppt/+2.19ppt/+3.69ppt。总体看，高档、大众化产品收入保持平稳增长，中档产品收入同比下滑，收入向高档产品集中趋势明显。三类产品毛利率同比均上升，显示产品高端化趋势持续推进。

从销量与吨价看，2020 年公司销售啤酒产品 119.94 万吨，同比-4.65%；啤酒销售均价为 3386 元/吨，同比+5.18%。销售均价的上升保证产品毛利率的提高。

从渠道分布看，2020 年普通/商超/夜场/电商渠道分别实现收入 38.87/0.75/0.75/0.25 亿元，同比分别+0.69%/+3.16%/-24.27%/+20.77%；分别实现毛利率 49.13%/55.33%/42.31%/60.25%，同比分别+3.64ppt/+7.49ppt/+2.41ppt/-3.02ppt。总体看，公司线下普通流通渠道仍然是线下核心销售渠道；2020 年疫情对夜场渠道负面冲击较为明显；电商渠道保持较快增长。2020 年末，广东/其他地区各有经销商 224/508 家，同比+22.40%/ +45.98%，经销商数量及线下渠道布局正快速扩张。

电商渠道，2020 年整体实现营收 0.25 亿元，同比+20.77%，毛利率 60.25%，同比-3.02ppt；其中高档/大众化产品分别实现营收 0.15/0.09 亿元，同比分别+28.53%/+9.68%，分别实现毛利率 64.34%/53.41%，同比分别-3.83ppt/-2.87ppt。总体看，电商渠道仍然保持较高速增长，其中高档品增速高于大众化产品；电商渠道毛利率同比略有下滑，预计降价活动较多所致，但整体毛利率水平仍然高于其他渠道。

产品高端化及成本下降推高毛利率，期间费用率同比提高

2020 年公司毛利率 50.19%，同比+3.35ppt（Q4 为 43.65%，同比-5.75ppt）。公司毛利率提高的原因包括：（1）高端产品占比同比提升；（2）玻璃瓶、麦芽等原材料成本下降；（3）受益社保费用及其他税费的减免优惠，生产成本同比降低。2020 年期间费用率 24.45%，同比+0.26ppt（Q4 为 23.29%，同比-12.61ppt）。其中销售费用率 17.49%，同比-0.76ppt（Q4 为 16.71%，同比-6.05ppt），原因是物流及周转包装物摊销下降。管理费用率 8.44%，同比+0.21ppt（Q4 为 11.18%，同比-5.05ppt）。研发费用率 3.23%，同比+0.39ppt（Q4 为 3.23%，同比+0.35ppt）。

品牌、产品、营销共同发力，中长期成长性可期

品牌建设方面，公司 2020 年升级雪堡啤酒品牌设计，与广州塔、中国邮政等跨界合作，联名推出定制产品。珠江纯生延续“啤酒+音乐”的基因，开展夜场明星秀等音乐活动 83 场。公司在广佛、莞深、中山有序开展珠江 0 度“0 号星球”快闪体验店。大力推广珠江啤酒“南粤情怀”文案瓶，传承经典广府文化。

产品结构优化方面，公司以产品升级为抓手，聚焦纯生类、罐类等中高端产品。其中，纯生啤酒销量占比 41%，同比提升 2.6 个百分点；罐类产品销量占比 31%，同比提升1.3 个百分点。突出 97 纯生高端核心产品，完成销量 7.72 万吨，同比增长 176.77%。推出珠江 LIGHT、298ml 瓶装纯生 1997、珠江 0 度 Pro 等升级产品 5 款。

市场营销方面，2020 年公司推进组织架构改革，对广州大区、东莞大区实施市场管理架构改革，细分管理区域，重点突破餐饮渠道；成立华中大区，把分散的资源集聚起来，统筹湖北、湖南市场营销工作。

投资建议

预计21-23 年公司归母净利润为 6.31/6.91/7.53 亿元，同比+10.8%/+9.6%/+8.9%，按照最新股本对应 EPS 为 0.29/0.31/0.34 元，目前股价对应 PE 为 34/31/28 倍。目前公司估值低于啤酒板块 2021 年 41 倍整体估值水平。公司 Q1 销售高速增长，疫情负面影响逐步消退，长期成长性良好，维持“推荐”评级。

风险提示

疫情影响冲击超预期，产品高端化受阻，行业竞争加剧，食品安全问题等。

【民生通信】和而泰点评：股权激励彰显公司信心，汽车和射频芯片业绩放量可期

（王芳，分析师S0100519090004，18916064780）

事件概述

3月23日，公司发布《关于2021年股票期权激励计划首次授予事项的公告》，向管理人员、核心骨干人员共169名激励对象授予1232万份股票期权，占总股本的1.35%，行权价格为19.76元/股。

公司推出股权激励计划，绑定核心骨干利益

本激励计划拟向激励对象授予权益总计1492万份，约占本激励计划草案公布时公司总股本的1.63%，首次授予1232万份股票期权，占总股本的1.35%，预留260万份股票期权，占本次计划公告时股本总额的0.28%，行权价格为19.76元/股。本激励计划首次授予的激励对象共169人，包括管理人员和核心骨干人员。股权激励费用方面预计首次授予的股票期权需摊销费用为3966.96万元，其中2021-2025年分别需摊销982.07/1309.43/1041.18/535.19/99.08万元，总体来看对当期利润影响有限。

业绩考核目标较高，彰显公司未来发展信心

本激励计划股票期权的行权考核年度为2021-2023年三个会计年度，2021/2022/2023年度公司业绩考核目标为净利润较2020年基数增长率分别不低于35%/70%/120%（以上净利润指标均以经审计的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据），CAGR为30.06%，目标较高。我们认为，公司推出股权激励计划并设置较高的业绩考核目标，彰显了公司对未来发展的坚定信心。

智能控制器行业高景气度持续，公司2020年业绩稳健增长

公司于2月24日发布2020年年报，公司2020年实现营收46.66亿元，同比增长27.85%；实现归母净利润3.96亿元，同比增长30.54%；实现扣非归母净利润3.66亿元，同比增长26.34%。其中，Q4实现归母净利润1.19亿元，同比增长89.25%，环比增长9.17%；分业务看，业务占比最高的2020年度家用电器智能控制器营收占比63.88%，同比增长16.66%；电动工具智能控制器营收占比17.37%，同比增长60.49%；汽车电子智能控制器营收占比2.12%，同比增长12.50%。我们认为公司2020年业绩高速增长的原因为：1）智能家居行业在完成当前阶段的AIOT赋能之后，行业规模持续扩大，智能控制器作为重要环节需求增加。2）下游厂商竞争加剧，国内产业链优势突出，智控外包化与国产化趋势明显，公司作为智能控制器龙头企业，把握市场机遇，持续分享行业红利，2020年国内营收同比增加16.15%，2020年国外营收同比增加33.73%，驱动整体业绩实现稳健增长。公司的盈利能力也持续提升，毛利率较去年增加0.68pct，为22.93%，净利率增加了0.23pct，达到9.01%。

家电和电动工具业务基本盘稳定，汽车业务和射频芯片业绩放量可期

智能时代加速到来，智能控制器市场空间广阔，相比海外智能控制器龙头产商，国内厂商凭借产业集群及工程师红利，逐渐在人工成本、产业链协同等方面取得了一定优势，促使国际市场逐渐向中国转移，同时行业集中度不断提升。公司作为智能控制器龙头企业，研发能力不断提升，产品交付速度快，迅速响应客户需求和下游产品变化，深受国内外知名制造企业青睐，家用电器控制器和电动工具控制器市场份额持续提升。同时公司精准布局汽车电子控制领域，牵手全球顶尖Tier1厂商。目前已中标博格华纳、尼得科等客户的多个平台级项目订单，预计项目累计实现销售额40-60亿元，周期为8-9年，涉及奔驰、宝马、吉利、奥迪、大众等多个终端汽车品牌，主要产品涉及汽车冷却液加热器、智能控制器等，公司的汽车电子业务将迈入快速增长轨道。子公司铖昌科技是国内唯一一家能够研发相控阵雷达和微波毫米波射频T/R芯片技术的民营企业，技术壁垒高，行业前景广阔。2018-2020年，铖昌科技实现归属母公司股东的净利润2.14亿元（不考虑员工持股计入的股份支付金额），完成了三年业绩对赌。铖昌科技目前已完成上市辅导备案登记，下一步计划尽早申报，上市后有望加速发展，为公司未来业绩增长贡献增量。

投资建议

智能控制器全球市场不断扩大，公司深耕家电和电动工具智能控制器领域，积极拓展汽车电子智能控制器业务，绑定头部客户，提高市场份额。子公司铖昌科技作为国内唯一一家能够研发相控阵雷达和微波毫米波射频T/R芯片技术的民营企业，技术壁垒高，发展前景广阔。我们预计公司2021-2023年实现归母净利润5.75/8.53/12.26亿元，EPS为0.63/0.93/1.34元，对应2021-2023年PE为32X/22X/15X，公司上市以来的PE估值

中枢为55X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

竞争加剧风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险

● 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。