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 15 日

● 客户观点反馈

当前市场出现系统性风险的概率不高，无论是整体估值中枢还是货币金融环境都没有出现令人不安的风险信号。往后看，市场将继续在估值和景气度两个维度作比较。将继续持有顺周期资产。

● 总量观点

【民生宏观】起底历次房地产调控：背景、措施与效果

（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

1. 历史回看：房价过快上涨背景下收紧调控。（1）1998 年启动房地产市场以后，2003 年明确支柱产业，房地产投资和销售过热并存。121 号文发布标志紧缩性调控全面展开，2005 年国八条出台上升政治高度，2006 年国六条开启新一轮调控。金融为主，抑制投机的一系列措施一定程度上抑制了投资热，但并未实现控房价目标。（2）2009 年房地产走出危机强势复苏，房价不断突破历史新高。2009 年 12 月，国四条紧缩调控拉开序幕，2010 年，史上最严调控新国十条推出，严厉打击投机。在土地供应、市场结构、税收和信贷等调控基础上，首次推出限购措施，房地产过热势头得到暂时抑制。（3）在前期宽松政策驱动下房地产市场快速扩张，与以往三年一小周期不同，2016 年“930”限购重启宣告收紧周期正式开始后，中央始终坚持房住不炒总基调，地方因城施策，政策保持较高的一致性，弱化了周期波动。供给端方面，治理房地产融资乱象，土地制度和住房供应制度助力长效机制破局。需求端方面，地方政府以限购、限贷、限价等手段因城调控。

2. 现状分析：2021 年开启新一轮房地产调控。2020 年疫情冲击下，房地产调控未从严执行，宽松措施拉动房地产迅速从疫情中恢复。房地产贷款集中度要求推出拉开新一轮调控的序幕，1 月中旬热点城市政策加码，对房地产市场造成较大震动，新一轮调控正式拉开。本轮政策需求端，调控打补丁，完善限购限售限价等一系列行政措施，打击投机，保障刚需，防止资金违规进入房地产。供给端，土地市场出台两集中新政，租赁住房市场增加租赁住房供应量的同时，保障租赁住房居住利益。目前，土地市场热度下降，住宅市场依旧活跃。

3. 规律总结：调控政策加大波动，并未改变房价上涨态势。自 2003 年到 2016 年上半年，调控在刺激和和收紧之间切换，采取了一系列金融财税、行政、土地房地产供应等政策。政策存在一定时滞，刺激政策带来局部泡沫，收紧政策引发库存风险，政策本身加剧了市场的波动，多次收紧调控并没有真正改变房价不断上涨的趋势。

4. 前瞻展望：2021 年房地产仍存在一定韧性，本轮调控持续时间可能较长。2021 年房地产大概率将继续维持求稳偏紧的政策，“房住不炒”仍是主基调。2021 年投资端仍保持一定韧性。一方面，三条红线下房企拿地放缓，但另一方面，租赁房和保障房建设有望成为 2021 年高投资的主要支撑，租赁市场的发展为 2021 年房地产投资注入新动能。经济的全面恢复为销售提供支撑，但考虑到 2020 年房地产市场销售恢复超乎预期，部分需求提前释放，同时 2021 年房地产行业信贷环境明显收紧，可能会导致住房需求更加理性的释放，房地产销售面积可能会小幅下降。

风险提示：全球疫情持续蔓延，房地产政策超预期收紧。

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】起底历次房地产调控：背景、措施与效果

【民生电新】2 月电动车销量高增，光伏制造规范条件发布

【民生通信】中国联通（600050）2020 年年度报告点评：2020 年业绩增长稳中向好，创新业务积厚成势

【民生商贸交运】贝泰妮（300957）招股书解析：我国功能性化妆品市场迎来高速增长期，远期成长空间可观

● 行业观点

【民生电新】周报：2 月电动车销量高增，光伏制造规范条件发布（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876743）

1）上周板块行情

电气设备板块上周下跌 1.42%，涨幅落后大盘。其中，核电板块上涨 3.51%、发电设备上涨 0.18%、工控自动化下跌 2.41%、锂电池指数下跌 3.33%、新能源汽车指数下跌 3.34%、风电板块下跌 0.83%、光伏板块下跌 5.24%。

2）本周观点

新能源汽车：国内 2 月新能车销量保持高增，建议布局动力电池和材料龙头

据中汽协统计，2 月新能源汽车销量 11.0 万辆，受春节影响环比下降 38.8%，同比增长 585%，已连续 8 个月刷新当月销量历史记录。我们预计 3 月整车及中游电池产业链排产向好，预计今年 Q1 国内销量有望达到 40-50 万辆，全年新能源汽车销量 200 万辆以上，同比增长超过 50%，建议布局动力电池与材料龙头。

新能源发电：《光伏制造行业规范条件（2021 年本）》发布，美国储能装机高增

3 月 11 日，工信部发布《光伏制造行业规范条件（2021 年本）》。对比去年的征求意见稿，对单纯扩大产能的光伏制造项目由“严格控制新上”修改为“引导企业减少”，新建多晶电池和组件项目效率门槛分别提高 0.5%和 0.6%，单晶效率门槛维持不变。《规范条件 2021 版》的出台有望进一步推动光伏产业结构调整和转型升级，建议关注具有一体化优势的龙头企业。根据美国储能协会，2020Q4 美国储能装机大增 183%，其中电源及电网侧为装机主力，储能市场规模未来 5 年有望增长 5 倍，建议关注储能产业链龙头。

工控及电力设备：制造业投资持续回升，工控行业需求旺盛进口替代加快

2 月制造业 PMI 为 50.6%，环比下降 0.7%，但连续 12 个月位于扩张区间，工控下游需求较好，我们预计今年工控行业快速增长仍将延续。国产工控龙头企业具有较好的产品性价比和本土化优势，进口替代将加速推进。

3）本周建议关注

恩捷股份：湿法隔膜龙头稳固，海外、涂覆占比提升，布局干法隔膜打开储能市场空间。

隆基股份：产能扩张加速推进，一体化优势突显市场份额有望加速提升。

通威股份：硅料业务供应紧张有较大业绩弹性，大尺寸电池片带动盈利提升。

当升科技：三元正极材料龙头，海外客户加速放量。

孚能科技：软包电池龙头即将供货戴姆勒，国内外车企客户快速突破。

风险提示：全球疫情持续时间超预期，政策不达预期，行业竞争加剧致价格超预期下降。

● 个股观点

【民生通信】中国联通（600050）2020 年年度报告点评：2020 年业绩增长稳中向好，创新业务积厚成势（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730；傅鸣非，研究助理 S0100120080041，021-60876726）

1）事件概述

3 月 11 日，公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年实现营收 3038 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 55 亿元，同比增长 10.8%；实现扣非归母净利润 55 亿元，同比增长 4.8%；派发每股股息 0.0658 元，同比增加 8.9%。

2）分析与判断

➢ **2020 年公司业绩增长稳中向好，产业互联网业务积厚成势**

2020 年，公司实现主营业务收入 2758 亿元，同比上升 4.3%，高于行业平均的 3.6%，发展速度领先行业。同时盈利能力稳步提升，提质增效成果显著，归母净利

润达到 55 亿元，同比增长 10.8%，分季度来看，2020Q1-2020Q4 分别实现归母净利润 13.96、19.48、14.40 和 7.38 亿元，同比分别为-14.11%、+40.08%、+10.72%和+10.74%。创新业务增长势头强劲，产业互联网业务收入同比增长 30.0%，达到 427 亿元，占整体主营业务收入比例提高至 15.5%，其中 ICT 业务收入 134 亿元，同比增长 33.4%；IDC 及云计算业务收入达到 234 亿元，同比增长 26.1%；物联网业务及大数据业务收入分别达到 42 亿元和 17 亿元，同比分别增长 39.0%和 39.8%。受创新业务和固网宽带业务良好增长拉动，公司固网主营业务收入达到 1169 亿元，同比增长 10.6%。我们认为随着公司创新业务持续强势发展，公司收入结构将明显改善，推动公司业绩持续增长。

➢ **移动用户 ARPU 逐步企稳回升，宽带业务维持稳健增长**

公司移动业务发展动力持续释放，移动主营业务收入及用户 ARPU 已连续三个季度双双环比上升。2020 年，移动主营业务收入达到 1567 亿元，同比止负转正；移动用户 ARPU 达到 42.1 元，同比提升 4.1%；手机上网总流量增长 16.5%，手机用户月户均数据流量达到约 9.7GB。宽带业务维持稳健增长，2020 年，公司固网宽带接入收入同比增长 2.4%，达到 426 亿元。固网宽带用户净增 262 万户，总数达到 8610 万户，宽带用户接入 ARPU 为 41.5 元，与去年基本持平；FTTH 用户占比达到 86%。融合业务在固网宽带用户中的渗透率达到 64%，同比提升 5 个百分点。

➢ **共建共享推动 5G 网络规模建设，5G 渗透率优于行业均值**

2020 年是 5G 大规模发展元年，公司紧抓时机，推动 5G 业务规模发展。与中国电信建成全球首张规模最大的 5G 共建共享网络，全年新建 5G 基站约 30 万站（其中公司建设近一半），总体 5G 基站规模累计达到 38 万，历史上首次实现覆盖规模与中国移动基本相当，预计 2020 年新建 5G 基站 32 万站，累计 5G 基站将达到 70 万站。共建共享已累计为双方公司节省网络建设成本超 760 亿元，网络运营成本大幅降低，并大大缩短了网络建设周期。全年 5G 资本开支为 340 亿元，预计 2021 年 5G 资本开支为 350 亿元，5G 套餐用户达到 7083 万户，5G 套餐用户渗透率达到 23%，高于行业平均的 20%。

➢ **成本控制出色，提振盈利能力持续提升**

2020 年随着公司推进数字化转型，创新线上商业模式，销售费用发生 304.6 亿元，同比下降 9.2%，所占营业收入的比重由上年的 11.55%下降至 10.03%；2020 年公司财务费用为 2.3 亿元，同比降低 68.40%，主要是带息债务下降的影响；2020 年公司管理费用 257.6 亿元，同比增加 12.1%，管理费用增加的原因主要因为公司加大引入创新人才，导致人工成本上升。整体来看，公司成本控制出色，提振公司净利率由 2019 年的 3.9%提升到 2020 年的 4.1%。

3）**投资建议**

公司传统业务已进入中长期上升拐点，创新业务持续高增长，为公司未来增长打开空间。随着 5G 网络逐步完善，5G 渗透率提升，ARPU 值逐渐触底回升，投资压力也将由于共建共享政策的推进逐步缓解，公司 2B 业务将增长迅速，资产的盈利能力和现金流都有向好趋势，业绩将持续稳健增长。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 56.26/60.15/65.87 亿元，EPS 分别 0.18/0.19/0.21 元，对应 PE 分别为 25X/23X/21X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 33，首次推荐，给予公司“推荐”评级。

风险提示：中美贸易摩擦加剧；国内 5G 建设不及预期；国内电信市场竞争加剧；运营商业务发展不及预期。

【民生社服】国产功能性化妆品龙头贝泰妮（300957）招股书解析：我国功能性化妆品市场迎来高速增长期，远期成长空间可观（顾熹闽，分析师 S0100519080001，18916370173）

1）**核心观点**

功能性护肤品龙头贝泰妮是如何炼成的？贝泰妮是一家集研发、生产和营销于一体，立足云南植被资源，专注于提供温和专业的功能性护肤产品的公司，主要产品线涵盖护肤品、彩妆、医疗器械。旗下主品牌“薇诺娜”具备较高的市场知名度，其中舒敏保湿特护霜为其明星单品，斩获多项市场荣誉，2020 年双 11，薇诺娜更是以 7 亿元的销售额登顶双 11 美妆国货之首，成为唯一一个上榜的国妆品牌。公司的快速发展离不开创始团队在其产品力+渠道力+品牌力方向的共同发力，研发生产端：公司广纳专业研发团队，以品质为第一生产力，掌握自主提取植物提取物的技术实力和产业生产能力，目前已拥有 41 项研发专利。渠道端：建立了完整的线上+线下销售的模式，2020H 公司线上销售占比达 83%,线下以药店（一心堂、老百姓等）和诊所为主，更为重要的是公司与 300 家医院渠道合作，而未来三年公司计划进驻屈臣氏，并覆盖其所有境内门店。营销端：医生+明星+K2C 的组合化营销投放策略，击穿各类兴趣圈层的营销网络，多层次覆盖消费者，促进品牌知名度提高，带动销量持续增长。

2）投资建议

我国功能性化妆品市场迎来高速增长期，远期成长空间可观。频繁化妆、长期熬夜、外部环境刺激促使“敏感肌”成为消费者近年的关注焦点。而随着消费者认知升级和移动互联网“种草平台”的普及，其对化妆品的成分和配方的关注度提升，激发了功能性护肤品的需求。根据欧睿数据，2010-2019 年中国功能性护肤品行业复合增速为 19.3%，远高于中国化妆品行业的整体复合增速 9.85%。其中在 2019 年，功能性护肤品行业更是以 32.3%的增速成为中国化妆品行业中增速最快的细分品类。而从海外成熟市场的发展结构看，功能性化妆品也是重要的细分品类之一，如美国功能性化妆品市场已占其化妆品市场规模约 15%的市场份额，而我国当前功能性护肤品在市场中的占比仅为 5.54%，未来的成长空间相当可观。

我们认为中国功能性化妆品行业是一个坡厚雪长的“赛道”，一方面是因为中国化妆品消费者已经经历了较为充分的市场教育，对化妆品的购买理念日趋成熟，功能性护肤品有望保持高于行业的增长速度；另一方面，对标海外成熟市场，我国功能性护肤品消费占化妆品行业比例较低，中长期看或有 3 倍左右的提升空间，具备核心竞争优势的贝泰妮有望享受行业成长红利。公司此次 A 股 IPO 共计发行股份 6360 万股，募资 15.3 亿元，主要用于扩充自有产能，并加强营销及信息化管理能力，后续伴随募投项目完成,贝泰妮在产品力、渠道力、品牌力上的护城河有望进一步加深。预计 2021-2023 年归母净利润为 7.85、10.49、13.92 亿元，分别同比增长 44.5%、33.6%和 32.7%，对应的 EPS 分别为 1.85、2.48 和 3.29。

风险提示：宏观经济下行，品牌及品类扩张不及预期，行业竞争加剧。

● 风险提示

全球疫情传播持续恶化、疫情影响下游需求的风险、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。