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 12 日

● 客户观点反馈

看好“碳中和”大方向，具体包括：（1）清洁能源、电动车、储能等直接受益于能源结构优化，未来有望进入显著扩张期的领域；（2）环保节能、减排检测、能源清洁利用、金融服务等配套服务领域；（3）供给端有持续收紧压力的传统高耗能行业中的龙头企业。

● 总量观点

【民生宏观】信贷超预期是政策驱动还是市场驱动？——2月金融数据点评

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

一问，信贷数据为何超预期？

2 月新增人民币贷款 13600 亿元，市场预期为 9200 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 11000 亿元，相比去年同期多增 6843 亿元，中长期贷款放量体现实体企业较强融资需求。居民中长期贷款新增 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，由于一线城市楼市较为火爆，对居民购房有提振效应，带动居民中长期贷款增长。居民短期贷款新减 2691 亿元，同比少减 1813 亿元，反映消费良好势头。企业短期贷款新增 2497 亿元，同比少增 1813 亿元，未来来看随着临时性货币政策工具退出，我们预计企业短期贷款将持续回落。票据融资新减 1855 亿元，同比减少 2489 亿元，延续下跌趋势。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新增 536 亿元，同比减少 1314 亿元。总体来看，2 月信贷规模超出市场预期，反映出实体企业融资需求旺盛的态势。

二问，社融数据为何高于预期？

2 月社融新增 17100 亿元，高于市场预期的 10700 亿元。分结构来看，非标融资同比多增 4461 亿元，成为社融拉动项。具体来看，委托贷款减少 100 亿元，同比少减 256 亿元；信托贷款同比减少 936 亿元，同比多减 396 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票多增 640 亿元，同比多增 4601 亿元，是社融最大拉动项。未贴现银行承兑汇票具有很强的季节性效应，而且跟信贷走势关联度较大，这从侧面反映实体企业融资需求较为旺盛。2 月企业债新增 1306 亿元，同比减少 2588 亿元，企业债同比多减的一部分原因是去年同期基数较高。2 月股权融资新增 693 亿元，同比多增 244 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 1017 亿元，同比减少 807 亿元，成为社融最大拖累项。今年两会制定的政府财政赤字率是 3.2%，明显低于去年的 3.6%，我们预计今年政府债券发行规模将低于去年，对社融形成拖累。总体来看 2 月社融增量高于预期主要原因系未贴现银行承兑汇票大幅增加所致，与信贷高增走势较为匹配，反映出实体企业融资需求旺盛的态势。

实体融资需求旺盛是 1-2 月信贷社融高增原因之一

通过观察 1-2 月信贷社融数据可以发现有几个共同点：1-2 月中长期贷款均保持较高增量，且票据融资被压缩，未贴现银行承兑汇票高增。这些说明实体企业融资需求较为旺盛，使银行压缩票据融资以腾挪信贷额度，主要贷款项目批给了利润更高的中长期贷款；未贴现银行承兑汇票高增也从侧面证明实体企业融资需求较为旺盛的事实。

融资需求抬升+信贷额度收紧或导致贷款利率上升

从 1-2 月的信贷社融数据可以看出，实体企业融资需求较为旺盛，以致于银行压缩票

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】出口大幅上升的三个来源——点评 1-2 月贸易数据

【民生宏观】猪价继续成为 CPI 拖累项——2 月物价数据点评

【民生食饮】天润乳业（600419）深度报告：新疆匠心乳企，全国化拓展再次扬帆起航

据融资来腾挪信贷给中长期贷款。又因为年初疫情反弹的原因，央行并未通过收紧信贷额度来打压企业融资需求。未来来看，随着国内疫情得到完全控制，叠加防风险的需求，信贷额度可能会边际收紧，在融资需求保持高位的背景下，我们预计未来几个月贷款利率会逐渐上升，对银行股形成利好。

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

● 行业观点

【民生教育】持续看好职业教育+课外辅导

（强超廷，分析师 S0100519020001，13818809102）

高中教育龙头成功赴美上市

2021 年 3 月 2 日，第一高中教育集团向纽交所递交了更新后的招股书，公司计划以“FHS”作为股票代码在美上市。公司计划发行 500 万股美国存托股，预计公开发售价在 9.5-10.5 美元之间，扣除相应的费用后，集团预计将获得的净收益区间为 4650-5700 万美元。

集团旗下拥有多所高中，师资力量丰富，生源充足。公司拥有云南衡水实验中学、内蒙古鄂尔多斯衡水实验中学等 19 所学校及 1969 名教师，其中，15 所为高中学校，拥有学士学位的老师占 99.3%。公司覆盖了中国大陆西部地区，在校生超 2.6 万人。

近 3 年来集团营收和净利润增长迅速。2017-2019 年，公司总营收分别为 2.06 亿元、2.54亿元、3.37 亿元，年复合增长率为 27.7%。截至 2020 年 9 月 30 日，公司前三季度营收为 2.82 亿元，同比增长 30.56%。

关注政府工作报告，持续看好职业教育+课外辅导

根据《2021年国务院政府工作报告》，2020 年高职院校扩招 157.44 万人，开展补贴性职业技能培训 2700.5万人次，以工代训 2209.6 万人次。就业难形势下，政策红利持续利好职业教育产业景气度上升。重申看好职教领域，推荐中公教育。另外，看好课外辅导行业，北京地区已逐步开放线下辅导教育。我们判断，疫情后线下课程陆续复课，刚需逐步回暖，利好行业龙头公司业绩反弹。推荐豆神教育、昂立教育，关注科斯伍德。港股关注新东方在线。

投资建议

K12 课外辅导行业逐步回归正轨，看好刚需逐步回暖，A 股建议关注**中公教育、豆神教育、昂立教育、科斯伍德**。港股建议关注在线教育龙头：**新东方在线**。

风险提示

行业政策变动风险，外延布局不及预期风险。

● 个股观点

【民生电子】TCL科技（000100）2020年报点评：全年业绩亮眼，面板高景气持续

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

事件概述

3 月 10 日，公司发布 2020 年度报告：2020 年实现重组后同口径营业收入 766.8 亿元，同比增长 33.9%；重组后同口径归母净利润 43.9 亿元，同比增长 67.6%。

面板价格坚挺，TCL 业绩亮眼

全年业绩处于此前预告中值偏上，符合预期。Q4 单季度归母净利润 23.6 亿元，同比增长 5744%，环比增长 189%。华星保持满销满产，持续优化产品结构，全年营业收入 468亿元，同比增长超过 38%，净利润预计达到 24.2 亿元，同比增长 151%，

受益面板涨价，业绩弹性大，其中 20H1 净利润亏损 1.33 亿元，20H2 净利润达到 25.5 亿元，而 19H2为亏损 0.6 亿。目前武汉 t3（LTPS）产能由 48K 提高到 53K；t4（OLED）一期实现满产，二期、三期加快建设。深圳 t1\t2 和 t6（G11）保持满销满产，其中 t6 产能由 90K增加到 98K，大尺寸产品出货面积增长 32.9%。受惠全球液晶产品市场需求增长，6 月份大尺寸液晶产品价格开始上涨，TCL 华星经营利润逐月提高，预计今年保持上升态势。

面板需求旺盛，供给增加有限，行业将持续高景气

今年 1 月开始面板价格持续上涨，中大尺寸价格持续上行。供给端：韩厂退出 LCD 产能战略明确，延迟退出影响有限，国内未来新增 LCD 产能有限，产能紧张短期内不能缓解，并且当前上游核心供给紧张，进一步限制面板供给。需求端：产品创新带来电视大屏化，预计 2021 年因尺寸增长带来约 1300 万平方米的需求，相当于 2 条 90K 月产能的 8.5 代线；2021 年举办的奥运会、欧洲杯将有力拉动面板需求，预计 2021 年 LCD仍处于供给不足状态，面板价格将维持高位运行。

投资建议

我们预计 2021-23 年公司营收至 950/1100/1265 亿元，归母净利润至 80/100/120 亿元，对应估值 16/13/11 倍，参考 SW 电子 2021/3/10 最新 TTM 估值 47 倍，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

风险提示

面板需求不及预期，疫情影响终端需求等。

【民生石化】宝丰能源(600989)2020年报点评：受益烯烃产能扩张，归母净利同比增22%

（杨侃，分析师 S0100516120001，18611567286）

事件概述

3月11日，公司发布2020年报，2020年营收159亿元，同比增长17%，归母净利46亿元，同比增长22%。

受益烯烃产能扩张，归母净利同比增 22%

据公司公告 2020 年营收 159 亿元，同比增长 17%，归母净利 46 亿元，同比增长 22%。报告期营收及净利的快速增长主要是由于焦炭气化制 60万吨/年烯烃项目后段甲醇制 60万吨/年聚烯烃于 2019 年 10 月投入生产，销量同比增加 51 万吨。销售费用 5.4 亿，同比增长 21%，主要是聚烯烃产品产量增加，产品销量上升，运输装卸费用和销售人员薪酬同比增加。经营活动现金流入净额为 52 亿元，同比增长 45%，主要是焦炭气化制 60万吨/年烯烃项目投入生产，产品销量增加导致现金流入增加，同时公司降低银行承兑汇票的结算比例，影响现金流入增加。展望全年，随着原油价格回暖，公司主要产品烯烃及焦炭将受益能源价格中枢上移带来的利好。

烯烃景气度持续向好，公司有望持续受益

2020 年 5 月，聚乙烯的进口依赖度为 46%。近十年来国内聚乙烯的进口依赖度始终在40%以上，供给缺口巨大。2019 年国内聚乙烯进口数量为 1666 万吨，同比增速 19%；表观消费量为 3043 万吨，同比增长 15%。过去 5 年聚乙烯的表观消费量平均增速为 13%，若 2020-2022 年保持此增速，则到 2022 年国内聚乙烯表观消费量可达到 4911 万吨，而预计 2022 年聚乙烯产量仅为 2480 万吨。因此，国内聚乙烯产能的扩张将有利于降低其进口依赖度，实现聚乙烯的进口替代。

聚丙烯产能增速较快，下游需求旺盛。聚丙烯产能从 2011 年的 1068 万吨/年提高到 2019年的 2703 万吨/年，年均复合增长率达到 12%。2011 年全国聚丙烯产量 980 万吨，到2019 年产量已经增加至 2320 万吨。聚丙烯产能产量的增加主要系煤

制烯烃及丙烷脱氢等新兴工艺迅速发展。聚丙烯下游注塑产品、膜料近年来需求增加，将是聚丙烯未来新的盈利增长点。

公司成本优势明显，产能扩张持续打开盈利天花板

2012 年以来，煤制烯烃工艺路线成本始终领先于其他工艺路线。煤制烯烃固定成本占比高达 60%，公司煤制烯烃项目固定资产投资额为同行最低，因此成本优势明显。2020年公司有多个项目上马，预计 2021 年、2022 年可陆续投产。届时，公司主要产品产能将达到甲醇 640 万吨/年、聚烯烃 240 万吨/年、焦炭 700 万吨/年。

投资建议

预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.82 元、1.02 元、1.22 元，对应 PE 分别为 17.8 倍、14.4 倍、12.0 倍。当前石化行业可比公司平均估值为 25 倍，维持“推荐”评级。

风险提示

乙烯丙烯价格下跌，项目推进速度放缓。

● 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。