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 11 日

● 客户观点反馈

客户认为中美经济景气度处于上行阶段，风险资产的表现仍然是市场最大的支撑，叠加通胀未来仍然有温和上探的压力，依旧看好上游铜，石油，钢铁等的涨价逻辑，预计今年全年权益有结构性机会。

● 总量观点

【民生宏观】出口大幅上升的三个来源——点评 1-2 月贸易数据

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

第一，出口大幅上升有三个来源。2020 年同期疫情扰动导致的基数低是出口增幅较大的主要原因之一，但与疫情前相比，出口仍有显著提升。1-2 月出口金额较 2018 年、2019 年同期分别增长 26.7%、32.7%。二是海外制造业加速复苏，叠加财政刺激，拉动出口增长。海外疫苗接种范围加速扩大促进制造业生产恢复，持续提振对中国供应链的需求。三是“就地过年”政策。“就地过年”一定程度上缓解了春节假期对工业生产的影响，因此一部分海外订单得以提前交付。从产品类别看，由于美国地产进入上升周期，持续火热，房地产相关商品出口高增。

第二，虑到价格和基数，进口表现较为稳定。进口增速上行的主要因素有两个，一是国内经济稳定恢复，二是价格上涨。国内生产保持高景气，制造业 PMI 指数已连续 12 个月位于荣枯线上。此外，原油、铜、铝等大宗商品价格从去年末开始持续上涨，为进口金额带来支撑。截至 3 月 4 日，CRB 现货指数较年初已上涨 9.2%。

第三，2021 年我国出口依然可期。美国当地时间 3 月 6 日，美国参议院以 50 票赞同，49 票反对，通过了 1.9 万亿美元新冠纾困救助法案。这意味着美国财政刺激离落地又近了一步。2 月非农增长远超预期，美国疫情大幅回落快速提振劳动力市场，反映了美国经济正在进入上升通道，且内生需求将会继续扩张。财政刺激的溢出效果有利于我国消费品和耐用品出口，而制造业复苏将在较长一段时间带动中间品、资本品出口。另一方面，受到春节假期影响，我国 1、2 月 PMI 新出口订单环比出现下滑，而同时 2 月美国、日本等主要国家出口额明显反弹。但我们认为，这并不代表着中国出口的替代效应在未来将大幅削弱。 一是疫情导致的全球供应链重塑，部分出口商品粘性较强，如机电、家具、化学品等，二是可能出现需求下降的部分出口商品，如防疫用品，将被疫苗、出行类消费等其他需求对冲。

综上所述，我们认为，2021 年我国出口依然可期，季度走势将呈现前高后低。

风险提示

疫苗效果低于预期，中美关系恶化。

● 行业观点

【电力设备与新能源行业】周报 20210308：风光发电占比目标提升，欧洲电动车销量高增

（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734；丁亚，研究助理 S0100120120042 021-60876734）

上周板块行情

电气设备板块上周下跌 2.01%，涨幅落后大盘。其中，核电板块上涨 2.86%、工控自

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

【电力设备与新能源行业】周报 20210308：风光发电占比目标提升，欧洲电动车销量高增

【民生商贸】飞亚达（000026）：业绩符合预期，一季度业绩有望维持高增

【民生食饮】山西汾酒（600809）：省外扩张进展顺利，产品结构推升利润高增

动化上涨 2.76%、锂电池指数上涨 2.54%、新能源汽车指数上涨 2.40%、风电板块下跌 0.83%、发电设备下跌 4.12%、光伏板块下跌 6.64%。

新能源汽车：欧洲 8 国 2 月新能车销量保持高增，建议布局动力电池和材料龙头

欧洲 8 国新能源汽车销量约 9.5 万辆，同比增长约 56%，且渗透率均有所提升，行业维持较高景气度。其中，德国、法国、挪威、意大利销量分别为 40157、17476、8452、8437 辆，环比增长 8.8%、19.3%、1.7%、34.9%。预计今年欧洲市场有望实现 200 万以上销量，建议布局进入海外供应链的动力电池与材料龙头。

新能源发电：2021 风光建设征求意见发布，光伏产业链价格普涨

国家能源局征求 2021 风光建设意见，提出 2021 年风光发电量占全社会用电量比重达到 11%左右，与其之前公布的电力消纳责任权重建议值基本一致，测算纳入保障性并网规模项目预计在 100GW 以上；纳入保障性并网规模的项目将开展竞争性配置，其中存量项目直接纳入保障性并网规模，户用光伏仍有补贴且不占用年度保障并网规模。市场化并网规模项目需通过市场化方式落实新增并网消纳条件。上周硅料、硅片、电池片价格普涨，供应链下游成本压力加剧，具有一体化优势的龙头企业市场份额有望持续提升。

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。

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

【民生商贸】飞亚达（000026）：业绩符合预期，一季度业绩有望维持高增

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，021-60876718）

一、事件概述

公司 3 月 9 日发布 2020 年年报，报告期内公司实现营业收入 42 亿元，同比增长 15%，实现利润总额 3.7 亿元，同比增长 35%，归属于上市公司股东的净利润 2.94 亿元，同比增长 36 %。同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。

二、分析与判断

名表业务如期高增，自有品牌下半年实现恢复性增长

分业务看，受益于内部经营管理改善+外部消费回流趋势推动，公司全年名表代理业务实现量价齐升，全年贡献收入 30 亿元/同比+28%，创历史新高，下半年月均增幅超过 50%。同时，公司名表毛利率较去年提升 2.3pct，预计主要与品牌结构提升带来的客单增长相关；自有手表品牌业务深化品销合一，全年实现营收 9.7 亿元/同比-13%，降幅较上半年显著收窄，毛利率同比略增 0.9pct；其他业务中，精密科技业务同比增 52%，公司精密科技业务持续推进，已与相关领域核心客户启动合作，租赁业务则受疫情影响，同比下滑 11%。

经营提质蓄力已久，盈利质量不断提升

公司自 2017 年以来在门店优化、品牌结构调整上蓄力已久，目前名表业务的品牌结构整体上移，客单显著提升，业绩弹性也进一步放大。自有品牌方面，公司也将通过精简 SKU+进一步优化门店，保证净利润率维持稳定。2022 年，公司净资产收益率提升到 10.78%，同比增长 2.57 pct，存货周转率达到 1.35 次，较上年提升 0.17 次。

行业集中度走向提升，内部经营提质+外部渠道扩张有望带来优质成长

我们认为，公司短中长期依然有较多看点：（1）名表消费回流趋势仍将延续，空间足够大，而公司当前名表业务经营策略也重新进入扩张阶段，整体市场份额有望不断提升，预计 Q1 公司名表销售环比将继续保持高增。同时，公司目前正在积极推进免税渠道布局，未来有望在免税渠道实现突破；（2）自有品牌飞亚达已经是国产龙头，未来通过精细化运营和培育，未来成长性依然值得期待。

三、投资建议

我们预计公司 2021-23 年 EPS 各为 0.96、1.19、1.39 元。基于我们盈利预测，目前公司 2021-22 年 PE 仅 14.6、11.8 倍。我们认为，公司作为国内稀缺的顶级奢侈品销售渠道十优质国货手表品牌，成长逻辑将不止于短期的海外消费回流，参考公司过往估值水平（10 年 PETTM 平均 30X），维持“推荐”评级。

四、风险提示：

渠道拓展低于预期；国内疫情加重导致线下消费受阻；海外消费回流进展低于预期。

【民生食饮】山西汾酒（600809）：省外扩张进展顺利，产品结构推升利润高增

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

一、事件概述

3 月 9 日山西汾酒发布 2020 年业绩快报，报告期内实现营收 139.96 亿元，同比+17.69%；实现归母净利润 31.06 亿元，同比+57.75%。折合 Q4 单季度公司实现营收/归母净利润 36.22/6.45 亿元，同比+31.54%/+165.73%。此次业绩快报，收入增速落于此前业绩预增公告+16.08%-18.60%中位数附近，利润增速高于此前业绩预告+41.56%-55.47%上限。

二、分析与判断

省外扩张顺利，青花及玻汾高增态势确定

公司预计 2020 年实现收入 139.96 亿元，同比+17.69%，折合 20Q4 实现收入 36.22 亿元，同比+31.54%，延续环比提速的增长态势。分产品看，预计汾酒整体收入增长超 20%，主要得益于青花系列及玻汾的快速增长，预计青花系列收入增速 30%以上、玻汾收入增速 25%以上。青花系列运作渐入佳境，年内提价显著提升渠道打款积极性，同时老版青花 30 停产在即，20Q4 经销商打款意愿强烈，两大因素共同推动青花系列 20H2 显著提速。分市场看，省外市场扩展顺利，新增经销商主要为汾酒及杏花村系列酒的省外经销商。2020 年前三季度，省外市场增速超 23%，显著高于省内市场 2%的增速。全年来看预计省外市场增速大概率接近 30%，显著高于省内市场个位数的增速。

利润端增速显著高于收入端，产品结构提升显著提升毛利率

2020 年前三季度公司销售毛利率为 72.17%，同比+2.98ppt，主要系青花汾酒增长优化产品结构，同时玻汾提价提高了产品盈利能力所致。伴随 20Q4 青花预计贡献收入增长更大，预计全年毛利率相较于前三季度的 72%仍有显著提升空间。费用端预计总体保持相对稳定，前三季度整体期间费用率提升 1.04ppt 至 25.31%，但由于 20Q4 动销及渠道备货顺畅，预计全年费用率相较前三季度有小降可能。此外，业绩快速增长也与 2020 年税金及所得税等相关税种相较 2019 年显著走低有较大关系。

“十三五”圆满收官，期待“十四五”新发展

“十三五”是汾酒改革的关键时期，公司在股权结构、内部治理、组织架构与市场及产品战略多方面积极改革进取，“十三五”圆满收官。展望“十四五”，公司将以业绩为重要指标，对各阶段规划清晰合理，力争在 2025 年实现“1357”市场布局，省外销售收入占比提高至 70%以上，以青花汾酒为代表的中高端产品持续增长，助力“汾老大”品牌复兴的征程。“十四五”汾酒营销工作将按三个阶段有序推进：2021 年是营销深入调整期，着力解决经销商结构与营销体系管理创新问题，解决产品升级、品牌聚焦与渠道利润等问题；2022-2023 年是转型发展期，持续发力长江以南市场、实现杏花村品牌销售规模和质量不断提升；2024-2025 年时营销加速期，实现青花汾酒规模的历史性突破，汾酒、杏花村两大品牌相互支撑，完成“1357”市场布局。

三、盈利预测与投资建议

结合公司此次业绩快报，我们调整此前盈利预测。预计 2020-2022 年公司实现营业收入 139.96/167.07/195.31 亿元，同比+17.8%/+19.4%/16.9%；归属上市公司净利润 31.05/37.33/46.42 亿元，同比+60.2%/+20.2%/+24.3%，折合 EPS 为 3.56/4.28/5.33 元，对应 PE 分别为 72X/60X/48X。公司估值水平高于 2021 年白酒板块整体预期的 40 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

四、风险提示

省外扩张不及预期、业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

● 风险提示

疫情持续时间超预期，宏观政策变化的风险，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。