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 10 日

● 客户观点反馈

近期两会的召开，看好政策层面的利好信息出现。一些客户认为指数下探空间接近底部，短期可能有报复性反弹。看好顺周期领域随着全球经济复苏迎来业绩反弹，关注碳中和、机械、化工。

● 个股观点

【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

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

行业：酸奶市场持续扩容，新疆市场量增速度跑赢全国

中国乳制品市场规模高位微增。我国乳制品市场已超 4000 亿规模，但量增速度在高位渗透率下趋缓，市场规模核心依靠价增驱动。新疆市场受益于人口增长及稳固的消费习惯，乳制品量增速度处于全国高位水平。并且新疆市场是一个高度本地化的市场，疆内形成“一超多强”的市场格局，天润占据新疆乳制品领导地位。

产品创新：差异化产品口味，打造独特产品认知

公司正快速发展爱克林酸奶和奶啤，以差异化产品口味建立标志性产品认知，2020Q3 低温/常温产品分别实现公司 55%/43%收入。爱克林酸奶系列持续推出独创性口味，打造大单品，UHT 奶主推浓缩纯牛奶系列，奶啤通过具有味觉记忆的创新口感，快速打开市场空间。在低温酸奶+常温 UHT 奶+常温乳饮料产品体系下，公司持续创新优化，有望建立口碑级产品优势。

渠道扩张：多渠道协同布局，疆外以差异化品牌定位拓展市场空间

2020Q3 经销/直营分别占比 88%/12%，公司坚持经销、直营渠道同步快速建设，新晋入驻电商及新零售渠道，协同发力深度覆盖市场空间。疆外市场目前占公司 35%营收，是公司正大力拓展的市场，公司通过终端高溢价率回补远距离运输成本及异地低知名度带来的低周转问题，高渠道溢价更具备高渠道扩张空间。远期来看，在品类创新+渠道改革+包装升级的情况下，有望维持差异化品牌定位，支撑公司高端化发展。

产能建设：释放产能压力，进一步布局南疆市场

公司南疆产能投产在即，将有效缓解产能压力，同时加快上游建设，进一步提高原奶自给率。公司目前产能利用率已逼近满产，产能约束日益趋紧。2019 年 6 月公司于南疆图木舒克新建年产 3 万吨乳制品加工项目，投产后将有效缓解产能压力。公司目前原奶自给率达 63%，处行业高位水平，未来仍将积极建设上游牧场，扩大奶源自给率。上游牧场+中游生产基地共同建设，有力支持公司扩大生产规模，保障未来长期发展。

投资建议

预计 2020-2022 年公司实现收入 17.80/20.50/23.42 亿元，同比+9.4%/+15.2%/+14.2%；实现归母净利润 1.50/1.77/2.04 亿元，同比+7.3%/+18.0%/+15.3%，EPS 分别为 0.56/0.66/0.76 元，对应 PE 为 28X/24X/21X，低于主要可比公司 2021 年预期平均 32X 及乳制品行业预期平均 36X 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，我们看好公司有望进入新快速增长阶段，维持“推荐”评级。

风险提示

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）深度报告：新疆匠心乳企，全国化拓展再次扬帆起航

【民生电新】容百科技(688005):21Q1 维持高增，自供前驱体贡献盈利

【民生汽车】长城汽车（601633）2 月产销快报点评：强产品周期延续，2 月销量维持高增长

新品推广不及预期，渠道拓张不及预期，原奶价格大幅上升。

【民生电新】容百科技(688005):21Q1 维持高增，自供前驱体贡献盈利

（于潇，分析师 S0100520080001，13917041099）

一、事件概述

3 月 8 日，公司发布 2021 年一季度业绩预告，预计 21Q1 实现归母净利润 0.9-1.2 亿元，同比增加 257%-376%；实现扣非后归母净利润 0.7-1.0 亿元，同比增加 178%-297%。

二、分析与判断

低基数效应叠加景气度提升带来高增

公司 21Q1 实现归母净利润 0.9-1.2 亿元，同比 20Q1 增加 257%-376%，同比 19Q1 增长 202%-303%，环比 20Q4 的 1 亿元，增加-10%至 20%。利润同比高增一方面受益于 20Q1 疫情影响带来的低基数效应；另一方面，20Q4 以来，下游需求旺盛，公司产能利用率维持在 90%左右，预计 21Q1 出货量约为 0.9 万吨，与 20Q4 接近，单吨净利为 1-1.3 万元。

21Q1 前驱体产量增加，分部业绩由亏转赢，增厚利润

公司 21Q1 前驱体产量大幅增加，产能利用率提升叠加技术工艺升级带来分部业绩由亏转盈。今年公司将逐步增加内供比例，预计 21 年底产能将增加至 5 万吨以上，全年自供率达到 30%，进一步提升盈利能力、稳定关键原材料供应。未来公司前驱体将持续扩产，自供率将增至 50%。

三元高镍 21 年渗透率逐步提升，公司首先受益

21 年国内外上市重磅新车中三元高镍占比较高，包括特斯拉 Model Y/Cybertrunk、大众 ID.4/ID.6、日产 Ariya 等热门车型，有望带动高镍在三元材料中的渗透率进一步上升。公司是高镍龙头，20 年国内市占率超过 50%，21 年有效产能接近 6 万吨，将首先受益。预计得益于大众 MEB、蔚来等终端热销带来主要客户宁德时代的放量，叠加公司海外客户订单逐步落地，公司 21 年将出货 5 万吨以上，维持高速增长。

三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.13、5.57、8.29 亿元，同比分别增长 143%、162%、49%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 111、43、29 倍。参考 CS 新能车指数 138 倍 PE（TTM），考虑到高镍技术路线确定，公司作为龙头积极扩产，有望维持高速增长，同时产能利用率提升叠加布局前驱体自供，盈利能力将大幅改善，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新能车终端销售不及预期、三元高镍渗透率不及预期。

【民生汽车】长城汽车（601633）2 月产销快报点评：强产品周期延续，2 月销量维持高增长

（邓健全，分析师 S0100519110001，13613012393）

一、事件概述

3 月 8 日，长城汽车发布 2021 年 2 月产销快报。2 月，长城汽车销售整车 8.9 万辆，同比涨幅高达 788%，环比下降 36%；海外销量 9786 辆，同比增长 226%，环比下降 11%；新能源汽车销量 7374 辆，同比增长 2780%，环比降低 28%。

二、分析与判断

2 月销量高增长，超过行业平均水平

2 月公司乘用车销量增速延续一月的高增长，环比虽然下降，但是同比增速远超行业平均增速的 377%。具体到细分品牌，公司欧拉品牌 2 月新车销售 7374 辆，同比涨势劲增 2780%，环比下滑 28%，稳居新能源造车新势力第一阵营。哈弗品牌 2 月新车销量 6.1 万辆，同比大涨 754 %，环比下滑 35%。高端城市越野 WEY 品牌 2 月销量 5482 辆，同比骤增 1116%，但环比下降 54%。长城皮卡本月销售 1.5 万辆，同比增幅 611%，环比降幅 32%。公司销量整体呈现同比增长，环比下降态势，主要原因包括去年 2 月受疫情影响，销量大幅缩水；今年春节假期致使产销量放缓；“就地过

年”政策使得出行购车需求降低；1 月各品牌销量大增，导致环比基数较大。后续预计随已上市车型销量稳步爬坡，叠加原有车型焕新上市，环比下滑情况有望稳步改善。

平台化引领产品强周期，公司步入稳定发展期

主要得益于 2020 年 7 月公司全新“长城柠檬”和“坦克 WEY”平台，凭借兼容不同级别/类型/动力的新车型研发生产，助推产品频繁更迭，公司迎来产品强周期。2 月哈弗 M6 继续火热销售，月销售 8535 辆；第三代哈弗 H6 持续劲销 3.2 万辆，同比大涨 525%“年轻人的第一台车”哈弗初恋 2 月销量为 4002 辆；硬派 SUV 坦克 300 上市第 2 月累计销售 9318 辆。公司目前积极借助平台优势，加速投放核心换代车型。基于“柠檬”、“坦克”的升级车型哈佛 H5、H9、WEY VV5/VV6/VV7 等也将在今年陆续上市，产品周期延续。结合全国乘用车市场正迈向稳定发展期，公司今年增长有望。

智能化赋能品牌持续向上，新能源销量攀升可期

2021 年 2 月，公司正式与智能芯片公司——地平线达成合作，将其在智能化领域多年的技术积淀与地平线全国领先的汽车智能芯片、算法结合；在自动驾驶及智能网联等领域持续发力。目前，公司 90%车型已实现 L2 级智能辅助驾驶功能；哈弗品牌近 90%车型已配备车联网，WEY、欧拉品牌已全部实现车联网应用覆盖，公司规划 2021 年旗下新车将全部配备车联网。其智能驾驶的首款落地产品 WEY 摩卡，也将于今年 3-4 月正式上市。此外，公司新能源品牌欧拉黑猫 2 月销量 4561 台，同比大增，环比稍有下滑，再次荣膺 5 万-10 万元级纯电细分市场销量冠军，而欧拉莫兰迪色系也将于近日全新上市。具有动力响应快、加速能力强等特点的柠檬混动 DHT 厚积薄发，将在 WEY 品牌全新紧凑级 SUV 上首搭，有望驱动公司新能源汽车销量延续增长格局。

三、投资建议

长城汽车紧跟智能信息化浪潮，新平台加速车型焕新，完善产品矩阵，助力拓宽海内外市场；芯片项目顺利启动，智能化及新能源领域再上台阶，公司业绩有望持续改善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.59/0.91/1.14 元，对应当前股价 PE 为 49/32/25 倍。目前公司企业价值/EBITDA 为 26 倍，优于行业平均值 49 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

汽车行业景气度不及预期，产品销量不及预期，芯片投资项目收益不及预期。

● 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。