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 5 日

● 客户观点反馈

客户认为大盘短期仍以震荡为主，前期抱团股票下跌后或有反弹，但部分品种估值仍偏贵，后续还是看好顺周期复苏主线，大金融、上游资源的石油、化工和有色。

● 总量观点

【民生宏观】一文看懂 PMI 分析框架及资产配置含义

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

PMI指数是宏观经济的先行指标，表示方向性，经济扩张或收缩。

作为“判断经济扩张或收缩”的晴雨表，PMI是环比数据，以50%为临界值，表示相对于上月经济扩张或者收缩：原因一，PMI指数统计生产指数、新订单指数和员工数，反映了企业“生产经营”的各个“前置环节”以及“发展趋势”。原因二，PMI具有“及时性”，公布较早，官方PMI在每个月最后一天发布，其它宏观数据多在下个月中旬公布。

可用（新订单-产成品库存）来衡量经济动能。

如果配送时间指数在50%以上，表明50%以上的人认为配送时间比上个月快，配送快是由于订单少，需求不够，因此指数越大，表明经济越不景气，在合成PMI时，用（100-供应商配送时间指数）来矫正。此外，我们可以用（新订单-产成品库存）来衡量经济动能，升高是由于订单增加需求增多，或者去库存较多，产成品的库存减少，整体经济动能增长，经济呈现较好态势。

使用12个月PMI环比均值作为PMI同比。

把PMI从环比指标转换为同比指标，有两种方法：一种是使用12个月的均值MA12作为同比，相似而略有不同的是，CPI和PPI的同比可由12个月环比滚动求和转换而来。另一种是环比连乘法，取“PMI-50”作为环比值，连乘即转化为同比值。我们认为均值MA12是更好的方法，一来方便计算，二来由于PMI只能表示本月相对于上个月的方向变化，不能充分反映变化幅度，这种方法也避免了“环比连乘法”可能存在的数量误估问题。

春节因素对制造业景气有暂时性影响，但不会改变长期趋势。

春节假日因素对2月企业生产经营产生较大影响。制造业PMI为50.6%，低于预期值51.1，相比上个月回落了0.7，非制造业PMI为51.4，低于预期值52，比上个月回落了1个百分点，生产边际放缓但仍保持在扩张区间，在往年2月份制造业PMI受季节性影响回落的范围之内。制造业来说，原材料购进价格指数处于高位66.7%，经济活动预期攀升。大型企业较上月微升0.1个百分点，相对平稳扩张，中小型企业有所放缓。企业订单指数和进口指数双双回落。市场整体对经济活动有较高的预期，高于上月1.3个百分点，经济动能指标（新订单-产成品库存）微升0.2个点至3.5。非制造业来说，商务活动和服务业回落在季节影响范围之内，但是建筑业受到冬季疫情影响出现5个百分点的较大回落，服务业和建筑业的活动预期较往年分别有7和14个百分点的较大抬升。

风险提示：全球经济前景恶化、宽松政策突然收紧、新冠疫情超预期等。

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

【民生电子】中芯国际-U(688981):与阿斯麦延长采购协议，增强扩产成长信心

【民生汽车】比亚迪（002594）与地平线展开战略合作事件点评：与地平线强强联合，共拓智能驾驶市场

● 行业观点

【民生电新】电化学储能行业深度研究报告：能源革命下一站，征途是星辰大海

（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

锂电储能应用广泛，装机规模持续提升潜力巨大

电储能一般指电能的储存和释放的循环过程，可按照存储原理的不同分为电化学储能和机械储能两类。其中，锂电储能是电化学储能的主要技术路线，具有能量密度高、综合效率高、成本下降潜力大、建设周期短等特性，装机规模持续提升，未来潜力巨大。

五年三千亿市场空间可期，能源革命是最大驱动力

电力系统是储能的最大应用场景。能源结构转型对电网的冲击是发输配电侧储能的底层逻辑，未来 5 年需求约 131GWh，年均复合增速 74%；多因素作用推动用电侧储能快速发展，未来 5 年需求约 93GWh，年均复合增速 95%。叠加 5G 基站及“光储充”一体化充电站等新场景应用催生的需求增量，未来 5 年储能需求合计超 270GWh，市场空间近 3400 亿元。长期来看，预计 2030 年储能需求超 500GWh，市场空间近 3800 亿元。

商业模式逐渐清晰，经济性拐点打响装机发令枪

由于储能电池一般采用容量单位（如 MWh）计量，而其他部件一般采用功率单位（如 MW）计量，因此备电时长差异导致统一口径的成本评价较为困难。根据我们的测算，在用电侧，储能度电成本约 0.51 元/kWh，在工商业/大工业场景基本具备套利空间；在输配电侧，储能里程成本约 3.93 元/MW，在电力辅助服务市场基本具备盈利空间；在发电侧，当前配置储能已具备经济性，项目收益率基本已达 8%的要求。强制性配套政策叠加经济性拐点，新能源侧储能装机将持续高增。

产业链分析：格局初显，建议关注电池与 PCS 环节

储能电池是未来降本的核心环节，磷酸铁锂有望成为主流技术路线，头部动力电池厂商具备显著的技术与规模优势。储能变流器与光伏逆变器技术同源，头部供应商的产品及渠道优势明显，有望复制光伏逆变器格局。系统集成服务排名竞争焦灼，差异化增值服务是核心竞争要素。BMS 技术壁垒较高，算法和芯片是核心竞争要素。

投资建议

储能行业发展将带动产业链国内供应商快速成长，看好储能电池与 PCS 环节投资机会，建议关注派能科技、阳光电源、固德威、宁德时代、科士达、南都电源。

风险提示

政策不达预期；新能源装机不及预期；电力市场化改革不及预期；5G 基站建设不及预期；技术进步及成本下降不及预期。

● 个股观点

【民生食饮】祖名股份（003030）调研简报：异地扩张叠加渠道拓展，稳步推进全国化布局

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

“低价消费”与“重资产属性”制约豆制品行业集中度提升

豆制品行业规模已达千亿，但行业竞争格局高度分散。我们认为“低价消费”与“重资产属性”是制约豆制品行业集中度提升的主要原因：（1）“低价消费”：长期以来因国内消费者消费习惯及对豆制品质量的认知模糊，行业长期处于低价消费状态，这给中小企业甚至小作坊提供了温和的生存空间。（2）“重资产属性”：与市场认知不同，豆制品行业中的规模化企业重资产特征显著，原因在于规模化企业使用的豆制品设备较为昂贵且环保监管严格，导致企业建厂资金需求较高。但行业需求分散、产品短保、融资难度大等客观因素限制了企业的规模扩张。我们认为随着公司成功上市，解决资金端桎梏后有望加速实现品牌及产能的异地扩张。

异地扩张与渠道拓展并举，全国化蓝图逐渐展开

随着行业对环保与生产工艺的要求愈加严格，小企业面临的出清压力逐渐提升，客观上为规模化品牌企业提供了扩张空间。我们认为公司将从 2 个维度实现泛区域化乃至全国化扩张。扩张模式方面并购与异地建厂并举：（1）并购。2008 年在扬州收购某豆制品工厂，目前已形成近 1 亿元收入规模，未来或可再次复制“扬州经验”实现异地快速扩张。（2）异地建厂。公司在 2010 年建设安吉工厂，目前已成为公司旗下最重要的生产基地。预计公司未来将重点在华东以外的薄弱区域推广“安吉模式”以实施异地扩张。渠道拓展：（1）公司未来仍将坚持以农贸市场为核心的渠道战略，通过收购网点来巩固竞争优势（网点具有排他性，专营祖名产品）。（2）快速布局生鲜渠道。目前公司已与华中地区生鲜平台建立了良好的合作关系，部分特色产品、高性价比产品将会进入生鲜渠道；（2）成立餐饮事业部。公司已与海底捞、老乡鸡等连锁餐饮企业实现合作，未来将进一步通过定制化的豆制品来打开 B 端广阔的市场空间。

产能投放叠加提价动作，预计 2021 年公司收入有望维持双位数增长

公司为浙江省重点防疫民生物资保供企业，2020 年公司销售受益于家庭需求显著提振，预计收入端相较于 2014-2019 年有显著提速。2021 年，我们预计公司收入仍有望延续双位数增长，主要得益于：（1）新产能释放：公司 IPO 募投项目包括 8 万吨生鲜豆制品产能，截至 2020 年末已通过自筹资金完成约 60%的建设，预计 2021 年起部分产能将顺利投产，带来收入增量。（2）产品提价：2020 年国内大豆价格上涨明显，公司在今年 1 月通过直接提价来对冲成本压力，为全年收入端提供部分增量。此外，我们判断 2021 年大豆价格仍大概率延续上扬态势，不排除公司在 21H2 仍有提价的可能性。

投资建议

考虑到 2020 年公司面临较大成本压力，我们调整此前盈利预测。预计 2020-2022 年公司实现收入 12.05/13.48/15.70 亿元，同比+15.0%/+11.9%/+16.5%；实现归母净利润 1.00/1.25/1.49 亿元，同比+10.9%/+25.3%/+18.6%，折合 EPS 为 0.80/1.00/1.19 元，对应 PE 为 44/35/30 倍。公司估值高于可比公司 2020 年平均 30 倍估值（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司未来产能投放及渠道扩张带来业绩增长，维持“推荐”评级。

风险提示

成本快速上涨、产能释放不及预期、食品安全风险等。

【民生电子】中芯国际-U(688981):与阿斯麦延长采购协议，增强扩产成长信心

（王芳，分析师 S0100519090004， 021-60876730）

一、事件概述

公司公告与阿斯麦批量采购协议期限从原来的 2020 年底延长至 2021 年底。且公司已于 20 年 3 月至 21 年 3 月与阿斯麦签订了总额为 12 亿美元的购买单。

二、分析与判断

延长采购协议有望保障扩产计划顺利执行，未来成长性不必担心

光刻机是晶圆代工中最核心的制造设备，而阿斯麦是全球光刻机龙头，市占率高达 67%，且是全球唯一的 EUV 光刻机供应商。本次延长与阿斯麦的采购协议是公司近期以来首次公告获得重要设备供应商支持。当前公司现有约当 8 寸产能 52 万片/月，计划 21 年成熟 12 寸产线扩产 1 万片，成熟 8 寸产线扩产不少于 4.5 万片，并加强第一代、第二代 FinFET 多元平台开发和布建，公司 21 年资本开支为 43 亿美元。此前市场担心中芯国际未来的扩产计划能否顺利进行，随着本次重要设备采购协议的签署，预计未来其他设备厂商的供应也会逐步放开，使公司扩产计划顺利落地，未来成长性不必担心。

需求大幅提升产能紧缺，增长空间十分广阔

随着 5G、HPC/新能源、物联网等带动先进/成熟制程芯片需求大幅增加，当前产业呈现出芯片紧张，供不应求的格局。据 IHS Markit 预测，全球晶圆代工市场规模将从 2020 年的 585 亿美元，上升至 2025 年的 861 亿美元，其中先进制程市场规模 447 亿

美元，成熟制程市场规模 414 亿美元。而 2020 年中芯国际 14/28nm 先进制程营收约 3.6 亿美元占比 9.3%，28nm 以上成熟制程营收约 35.4 亿美元占比 90.7%，成长空间十分广阔。

把握产业链设备、材料、封测企业投资机遇

前期由于中芯国际美产设备的供应需经审批，关键设备进口存在不确定性，继而可能影响到整条产线其他国产设备的订单落地。而获得供应许可及与阿斯麦延长采购协议后，一方面国产设备现有订单将得到有效执行，另一方面，中芯国际未来扩展的确定性和积极性将进一步增加。从中长期看，基于自主可控的需要，国产替代进程仍将持续，有利于国产半导体设备的订单增长。同时，随着扩产产能的逐步释放，半导体材料、下游封测的需求也将持续增加。

三、投资建议

我们预计 2020/2021/2022 年公司归母净利为 43.3/45.4/52.9 亿元，对应 PE 为 107/102/88 倍，PB 为 4.0/3.9/3.7 倍，当前申万半导体指数 PE 为 96 倍，参考国际可比公司台积电 9 倍 PB，考虑到晶圆代工产业的高景气，以及公司在国内的龙头地位，维持“推荐”评级。

四、风险提示

中美贸易摩擦风险、研发进展不及预期风险、新冠疫情影响风险。

● 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。