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 4 日

● 客户观点反馈

市场短期看会维持震荡行情，两会结束之前保持谨慎，关注两会后可能带来的主题投资机会。对今年的收益率预期不高，主要以防守为主，看好银行、保险板块，此外对于低估值如 5G 运营商板块看好。

● 总量观点

【民生宏观】两会的六大看点

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

2021年政府工作报告可能不设立GDP增速目标

设置GDP增长目标容易对全年经济运行造成扰动。由于新冠疫情的原因，去年GDP基数明显偏低，为今年GDP增速带来很大不确定性。往年GDP增速波动区间较小，波动范围通常在0.5%以内，因此GDP增速目标设置较为容易。但由于去年低基数原因，叠加今年疫情反复风险和全球经济不确定性，GDP波动范围可能会大幅提高。如果政府工作报告将2021年GDP增速目标设为6%，那可能会明显低于全年实际增速，设立的意义降低；但如果将2021年GDP增速目标设为8%，又有完不成目标的风险，加剧宏观调控难度。因此今年可能不会设置明确的GDP增速目标，为宏观政策留出更多空间。

2021年财政赤字率或回到往年正常水平

2020年，由于疫情导致上半年财政收入下降，财政赤字率上升至3.6%，地方政府专项债发行限额从2019年的21500亿元上升至2020年的37500亿元，新增10000亿元的抗疫特别国债，广义财政赤字率从2019年的5%上升至2020年的8.2%左右。随着经济逐渐恢复，我们预计2021年财政政策将恢复常态化，财政赤字率或回到往年3%左右的政策水平，抗疫特别国债我们预计不再发行，地方政府专项债适度缩量，广义财政赤字率预计恢复至往年5%左右的正常水平。

货币政策基调从降成本到稳杠杆

2020年政府工作报告指出："综合运用降准降息、再贷款等手段,引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。推动企业便利获得贷款,推动利率持续下行。"去年政府工作报告关于货币政策的基调主要是降成本，特别是降低实体企业融资成本。我们预计今年政府工作报告关于货币政策的基调主要是稳杠杆,处理好稳增长和防风险的关系，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

风险提示

疫情不确定性、美债利率快速上行、通胀上行超预期等。

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

【民生计算机】启明星辰（002439）2020年业绩快报点评：2020Q4 收入增速近五成，新安全业务成为亮点

【民生宏观】两会的六大看点

【民生食饮】乳制品行业深度研究报告：常、低温乳品差异化发展，高端化演进并行不悖

【民生家电】九阳股份业绩快报点评：产品渠道双引擎升级，四季度实现强势复苏

● 行业观点

【民生食饮】乳制品行业深度研究报告：常、低温乳品差异化发展，高端化演进并行不悖

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

逻辑一：巴氏奶量价齐升推动行业快速扩容，未来发展空间充足

中国乳制品行业步入成熟阶段，整体规模高位微增。其中常温奶量增速度放缓，价增推动规模扩张；巴氏奶正处于快速放量阶段，量价齐升共同推动市场扩容。目前中国液态奶消费中，巴氏奶占比仅 28%，远低于美国及日韩 90%以上占比，长期来看巴氏奶对常温奶具备一定的替代空间。

逻辑二：供需视角，巴氏奶利好因素与发展壁垒并存

需求面，巴氏奶营养价值更高，契合消费者健康化诉求，巴氏奶需求存在较大提升空间。但市场对巴氏奶的接纳仍需一定时间，同时巴氏奶礼赠属性不足，消费场景相对受限。供给面，巴氏奶发展需就近奶源布局、冷链物流、终端渠道建设的全供应链高效配合。巴氏奶领域得奶源者得天下，地方乳企已具备临近终端市场的奶源布局，全国化乳企也通过对上游牧场的收购，逐步实现全国化牧场布局，具备发展低温奶的先决条件。冷链物流的快速发展与渠道端创新拓张，均从技术层面利好巴氏奶运输及销售。整体来看，巴氏奶发展的利好因素与发展壁垒共存，常温、低温均有发展空间。

逻辑三：地方乳企坚持区域化发展，全国化乳企布局高端路线

在奶源、渠道、消费习惯等多因素影响下，地方型乳企坚持在本土市场大力发展，我们判断未来地方型乳企依然将坚持现有格局，持续深耕本土优势市场。全国化乳企新晋入局巴氏奶领域，正处于产品体系快速拓张阶段。蒙牛以双品牌模式运作，着力打造系列化产品体系，大力发展巴氏奶。伊利布局中高端市场，追求价增驱动。

趋势研判：巴氏奶将部分替代常温奶，但两者高端化发展并行不悖

我们判断巴氏奶对常温奶有部分替代空间，但我们认为行业结构将依然长期以常温奶为主，同时巴氏奶规模快速扩容（在市场增量部分取得更大份额）。从产品结构来看，国内液态奶将持续向高端化发展，巴氏奶与常温奶的高端化发展并行不悖，而巴氏奶对低端常温奶的替代效应将逐步加大。

投资建议

我们看好未来巴氏奶在国内液态奶市场充足的发展潜力，重点推荐在巴氏奶业务方面盈利能力强、发展快速的光明乳业、新乳业、燕塘乳业以及目前正在积极布局巴氏奶业务的行业龙头伊利股份。

风险提示

巴氏奶市场接纳程度不及预期、原奶成本持续上升、食品安全问题等。

● 个股观点

【民生计算机】启明星辰（002439）2020 年业绩快报点评：2020Q4 收入增速近五成，新安全业务成为亮点

（强超廷，分析师 S0100519020001，13818809102）

一、事件概述

公司 2021 年 3 月 2 日发布业绩快报，2020 年实现收入 36.5 亿元，同比增长 18.16%；归母净利润 7.93 亿元，同比增长 15.19%。

二、分析与判断

2020Q4 单季回暖明显，利润率不断提升

2020Q4 单季收入端增速超 45%。2020 年第四季度单季营业收入 22.07 亿元，同比增长 46.51%，疫情影响前三季度业绩表现，但第四季度回暖明显，体现下游需求景气度及公司自身实力。利润率不断优化，体现自身竞争力及费用把控能力。公司利润端全年稳定增长，扣非归母净利润 7.02 亿元，同比增速达到 22.28%，扣非归母净利润/营业收入这一比值达到 21.72%，同比提升 3.12 个百分点，体现公司自身产品竞争力

以及费用端的良好把控。

新安全转型已见成效，成为重要的长期看点

公司着力发力安全运营、云安全、工业互联网三大新业务，其中城市安全运营业务的持续推进和渗透，一方面扩大区域覆盖，另一方面提升了多个区域市场的销售额，协同效应明显。

新安全占比近 30%，自身技术实力及商业模式不断验证，成为长期的主要看点。公司披露安全运营、云安全、工业互联网安全三大战略新业务全年销售额已达 10 亿规模，占整体收入比重已接近 30%（业绩快报并未透露准确数字，为初步测算），而去年同期占比为约两成。公司在新兴领域持续快速成长，证明了自身研发实力以及商业模式的可行性，目前网络安全市场正处于变革期，云安全等新安全是未来行业发展的核心主题，公司新安全业务的持续发展预计将成为长期成长的重要动力。

三、投资建议

疫情影响下，公司前三季度业绩承压，但全年收入、利润稳步增长，体现行业景气度以及公司自身领军地位,与此同时公司新安全业务发展态势良好,打开未来成长空间。预计公司 20-22 年 EPS 为 0.85/1.12/1.4 元，对应现价 PE 为 37/28/22 倍，根据 Wind 一致预期，Wind 网络安全板块 21 年平均估值为 38 倍，公司具备估值优势，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

行业需求释放节奏不及预期，政策落地不及预期，重点客户需求不及预期。

● 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。