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 3 日

● 客户观点反馈

近期随着北向资金大幅度流入，流动性收紧的预期有所缓解，考虑到经济复苏仍有波折，流动性预计相对平稳。市场分化的行情下，少数龙头股价相对稳定，但多数公司股价下跌，前期涨幅过高的成长板块面临调整压力。高景气度板块继续受到客户关注，尤其是受缺货影响而提价的半导体、受益产业链转移和油价上涨的化工及表现稳健的食品饮料。

● 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

【民生宏观】一文看懂 PMI 分析框架及资产配置含义

【民生电新】星源材质（300568）2020 年业绩快报点评：隔膜销量高增长，盈利能力有望改善

【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

● 个股观点

【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
（李锋，分析师 S0100511010001， 17321130924）

九阳股份于 3 月 1 日发布 2020 年业绩快报，据公告显示，公司 2020 年共实现营业收入 112.63 亿元，同比+20.4%；实现归母净利润 9.39 亿元，同比+13.9%，业绩表现实现稳步复苏。

Q4 单季度收入增长 35%，逐季加速修复。据公司公告，2020Q4 单季度公司实现收入 41.80 亿元，同比+35.0%。Q1-Q4 收入分别同比-5.4%，+19.6%，+22.1%，+35.0%。由于公司线下渠道占比在小家电公司当中相对较高，在 Q1 确系受到了疫情的冲击。但公司及时调整销售策略，紧握产品和渠道两大主引擎，不断推出消毒、清洁、自清洗类等迎合消费者需求的产品同时积极探索门店直播等线上线下渠道的融合。帮助公司自 Q2 开始迅速进入复苏节奏，并逐季加速。

净利率同比-0.5PCT，盈利能力基本实现同比持平。在销售结构线上化、产品结构新品化等背景下，公司仍然通过积极推进产品结构优化等方式实现了盈利能力的基本持平。据公司公告，2020 年公司实现毛利率 31.9%，同比-0.66PCT；实现净利率 8.34%，同比-0.48PCT。一定程度反馈了公司在产品运营与费用控制方面的优异表现。

产品渠道双引擎升级，百亿小电龙头多点开花空间广阔。产品端，公司独创的 SKY 系列旗舰类产品已从中高端市场稳步推向主销航道，清洁电器借由消毒、轻便等细分领域优势快速打入市场，同时外销方面 Foodi 等反哺类产品的尝试也进入快速铺货阶段；渠道端，公司积极布局 Shopping Mall 等高价值新兴线下渠道，以直播内购等互联网手法推动线下渠道升级与渠道间融合，同时在线上继续拥抱社交电商新玩法及红利。中长期维度看，公司开始进入产品与渠道共振区间，或将迎来新一轮高速成长。

投资建议

综上预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.22，1.36，1.57 元，对应 PE24.8x，22.3x，19.3x，当前行业可比公司 Wind 一致性预期平均估值为 29.1x，考虑到公司高端新品与清洁电器共同开启上行周期，内外销协同成长空间值得期待，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格上涨。

【民生汽车】岱美股份（603730）动态报告：遮阳板龙头地位稳固，横向拓展未来可期
（邓健全，分析师 S0100519110001， 13613012393）

全球汽车遮阳板行业龙头，业务经营稳健。岱美股份是全球汽车遮阳板细分领域龙头企业，产品主要包括遮阳板、座椅头枕和扶手、顶棚中央控制器和内饰灯等，其中遮阳板业务营收占比达 71%。公司深耕国际市场，产品出口至北美、欧洲、亚太等地，海外销售收入占比约八成，客户涵盖奔驰、宝马、通用、大众、特斯拉等世界主流品牌。近十年来，公司业绩稳步提升，CAGR 超 20%，2020 年受疫情影响后盈利能力逐步恢复，Q3 净利润同增 35%，随着海外车市的逐步复苏、公司旧订单延期落地叠加新订单放量，业绩有望重新开启高速增长。

遮阳板市场份额持续增长，收购 Motus 巩固龙头地位。2018 年，公司完成对跨国企业 Motus 的收购后成为全球最大的遮阳板供应商，市占率从 22%提升至 37%。2014-2019 年，遮阳板销量由 2374 万件增至 5063 万件，CAGR 达 16.4%，产品均价也由 45.6 元/件提升至 67.3 元/件，处于上行通道。当前，遮阳板业务毛利率维持在 30%左右，实现了 80%遮阳板结构件的自制，Motus 公司盈利能力也正逐步改善。未来公司将通过资产整合带来的规模效应、制造工艺改进及客户资源互补，进一步巩固其竞争壁垒，维持遮阳板市场龙头地位并且加速全球渗透。

横向品类扩张为后续战略重心，打开成长空间。现阶段，公司在深耕遮阳板细分领域的同时积极进行横向品类的扩张，布局新航道，未来 3-5 年将把头枕与顶棚中控业务作为战略发展的重点。据测算，全球头枕市场空间达 180 亿，公司市占率仅为 5%，后期将通过复制遮阳板成功路径不断提升市场份额；顶棚业务体量较小，临近配套能

力要求较高，公司正逐步强化控本能力，提升单车配套价值量，实现快速发展。总体看来，横向品类受益于公司合理的产能布局以及优质的客户渠道，有望打开成长空间。

切入新能源车配套体系，占领优质“赛道”。公司紧跟市场潮流，密切关注当前电动车行业的高速发展，成功切入了特斯拉、蔚来、小鹏和理想等优质造车新势力的零部件配套体系，占领跑道，为迎接未来行业的爆发性增长奠定了良好的基础，同时，全球电动化大趋势及国内外新能源汽车行业的蓬勃发展也为公司的市场拓展提供了良好契机。

投资建议

公司作为遮阳板细分领域龙头，整合 Motus 后充分发挥协同效应，具备规模优势以及优质客户资源；现阶段积极拓展横向品类，头枕和顶棚中央控制器业务可以通过复制遮阳板成功路径，打开公司中长期的成长空间；成功切入特斯拉以及国内造车新势力配套体系，抢占新能源车市场。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.05、1.41、1.70 元，对应当前市值 PE 为 22.9、17.1、14.1 倍，行业中位值为 28 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：疫情影响超预期；汽车行业销量不及预期；新客户、新项目拓展情况不及预期等。

【民生电新】星源材质（300568）2020 年业绩快报点评：隔膜销量高增长，盈利能力有望改善

（于潇，分析师 S0100520080001，13917041099）

2 月 26 日，公司发布业绩快报，公司 2020 年营收 9.72 亿，同比增长 62.14%，归母净利润 1.19 亿，同比下降 12.74%，扣非后归母净利润 0.94 亿，同比增长 106.97%。

2020 年扣非后归母净利润高增长，Q4 业绩同环比持续提升。公司 2020 年归母净利润 1.19 亿，同比下滑 12.74%，主要是由于公司 2019 年非经常性损益高达 0.91 亿（主要是政府补贴），而公司 2020 年非经常性损益对净利润影响金额约 0.24 亿，公司去年扣非后归母净利润同比增长 106.97%，则较好反映去年公司经营情况持续改善。公司 2020Q4 营收 3.62 亿，同比增长 329%，环比增长 34%，归母净利润 0.16 亿，同比实现转正，环比下降 48%。Q4 业绩环比下滑，主要是由于 Q4 承担与 Celgard 诉讼费用预计约 3000 万，以及股权激励费用计提预计约 1000 多万，若将以上两笔费用加回，则 Q4 归母净利润 5500 万以上，同比环比均实现高增长。

隔膜销量快速放量，预计今年出货有望持续高增长，产能扩张加速。公司去年隔膜销量预计达到 7 亿平左右，同比实现翻倍增长，湿法隔膜占比预计 60%。公司 2019 年突破了 CATL，去年快速放量，目前 CATL 已成为公司第一大客户；公司与 LG 维持长期良好合作关系，目前以干法产品为主，湿法产品今年将小批量供货；公司与比亚迪合作的刀片电池等高端项目进展良好。我们预计今年公司隔膜出货有望达到 11 亿平米。目前公司产能约 15 亿平，公司 10 亿元可转债已发行完成，将用于湿法隔膜和涂覆工厂扩产，预计明年公司将新增国内产能 8 亿平，后年将在欧洲新增 7 亿平，主要针对欧洲 Northvolt 等客户，我们预计未来三年公司隔膜出货将持续高增长。

产能利用率显著提升，涂覆膜占比稳步增加，盈利能力有望进一步改善。公司 2019 年因新建产能释放，隔膜产能利用率偏低，导致隔膜单平扣非后净利润大幅下降至 0.13 元/平。2020 年上半年公司隔膜单平扣非后净利润提升至 0.2 元以上。去年 Q4 公司隔膜销量预计约 2.5 亿平，若不考虑诉讼费用和股权激励费用，单平盈利也达到 0.2 元以上。今年新能源汽车需求高速增长，进入一线动力电池企业的高端隔膜产能供需偏紧，预计公司隔膜价格将相对稳定。公司涂覆隔膜占比逐渐增加，预计今年涂覆膜出货将占 50%-60%，公司的设备单线产能也持续提升，进而降低成本，我们预计今年公司隔膜产品盈利水平有望进一步提升。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.19、2.42、3.83 亿元，同比增长-13%、104%、58%，EPS 为 0.27、0.54、0.85 元，对应估值 102、50、32 倍 PE，参考 CS 新能车指数 142 倍 PE（TTM），考虑到公司的长期成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新能源汽车销售不及预期；新产能投产进度不及预期；固态电池技术产业化应用速度快于预期。

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。