民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2021 年 2 月 26 日

客户观点反馈

客户分歧较大，一部分客户相对悲观，认为核心资产在经过前两年大幅上涨后今年很难有持续上涨的机会；另一部分客户相对乐观，觉得市场释放前期快速上涨的压力之后，业绩增长确定的消费和成长依然会重回上涨势头。板块上，客户短期对一季报业绩增长较好，有望超预期，且估值不高的中小市值标的感兴趣。认为军工一季报会不错，随着业绩披露密集期到来，军工板块会有一波机会；对机械里面一些在海外竞争力和市占率逐步提升的细分领域感兴趣。

总量观点

【民生宏观】2021年将是工业企业盈利大年——暨工业企业利润分析框架

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

月度公布的工业企业利润指标是经济景气度的晴雨表，还能帮助投资者预测A股企业盈利的变动趋势。我们构建了工业企业利润分析框架，即工业企业利润同比=工业增加值同比（量）+PPI同比（价）+利润率同比，并从理论和实践上予以证明。据此判断，2021年将成为工业企业盈利的增长大年。

工业企业利润变化可拆分为三个部分：工业增加值（量）、PPI（价格）、利润率

工业增加值增速反映了工业生产实际增长速度，PPI则代表了工业企业产品出厂价格，二者之乘积即反映企业营收。再考虑到营收利润率的影响，我们可以把每一期的工业企业利润同比增速拆分为，工业增加值同比+PPI同比+利润率同比。从理论上和实践上，这一拆分公式都能得到很好的验证。研究工业企业利润就是观察这三个分项的变化，并进一步深挖它们变化背后的原因。

我们把工业企业中的41个行业根据在产业链中的位置划分为上游、中游、下游

上游：重要资源和原材料的采掘，位于产业链的开始端，又称为上游采掘；

中游：以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；

下游：用中游产业提供的半成品作为原料进行深加工后，供应消费市场，下游又进一步分为较为靠近中游的下游制造业和离终端消费更接近的下游消费品。

在终端需求强劲的情况下，下游行业会首先受益，利润上涨，量价双升，随后利润会传导至中游，以及上游行业。而当供给端受到冲击时，上游和中游行业会受到较大影响，但利润能否向下游传导决定于终端需求。

2021年将是工业企业盈利大年

2021年1月至今，工业品价格延续上行，预计提振中上游行业利润。在国内经济稳定增长，叠加海外经济复苏的共振下，原材料价格有望继续受到提振。中上游行业，如石油、化工、有色等相关行业，将受益于PPI的上涨。财政刺激叠加疫苗接种，欧美经济加速复苏。海外的生产相关需求旺盛，预计将继续拉动国内原材料、高新技术产品等领域的出口。此外，近年随着疫情继续受控，居民的储蓄意愿有望回落，终端需求的崛起有利于下游利润的提升。

我们判断，2021年将成为工业企业盈利的增长大年，从月度走势看，预计利润总

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】深科技(000021):剥离手机组装业务，提升盈利能力专注存储封测

【民生电新】天奈科技(688116):CNT 龙头开启增长，新增产能打开新市场

【民生计算机】奥普特（688686）2020 年业绩快报点评：四季度单季回暖明显，看好长期成长

【民生计算机】奇安信(688561):成长逻辑持续兑现，高质量发展初见成效

额月度同比呈“前高后低”的走势。

风险提示：政策调控力度超预期，海外疫情超预期。

【民生策略】如何理解年后市场的下跌？

（李锋，分析师 S0100511010001，13501396532）

市场回顾：

节后的五个交易日，A股市场整体向下调整，成交量连续破万亿，呈现出当前市场分歧较大。高位抱团股连续大幅杀跌，以食品饮料、医药、电力设备及新能源等前期强势板块跌幅居前，而地产、保险、银行、交运等板块则呈现出较强的韧性。

2.24日两市继续出现较大幅度下跌，成交量延续破万亿。板块方面，家电、地产逆市上涨，有色、石化、食品饮料、医药、汽车、基化等板块跌幅居前。北向资金尾盘加速流出，由早盘净流入逾36亿元转为收盘加速净流出6.73亿元。港股方面，受香港拟调整股票印花税税率，由现实买卖双方按交易金额各付0.1%，提高至0.13%影响，港股加速下跌，截至收盘，恒生指数下跌2.99%，南向资金净流出199.6亿。

从四大核心板块看市场下跌的原因：

我们认为当前市场已经处于以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段，也就是最后一个阶段，特点是风险偏好成为市场波动的主要影响因子，只要有消息层面或外围股市的扰动，市场波动就会明显放大，投资者偏好会向低位价值股和周期股漂移。

理解现阶段的市场，可以将市场主流资金交易的个股主要分成四大板块：低位价值板块、周期板块、抱团板块、还有中小票。

目前市场所处的阶段是，抱团板块有调仓换股的需要，但是低位价值板块大多有一些逻辑上的缺陷，不能连续走强，而周期板块还没能形成进一步共识，小票走得好对大盘支撑作用有限，因此市场整体选择继续下台阶。

下跌之后后市会怎么走：

我们在年度策略里判断，今年系统性风险只需要关注一个，即通胀和增长超预期使得货币政策收紧，情绪性的扰动跌出空间就是加仓机会。

昨晚美联储主席的国会证词表明，在经济和失业出现实质性改善之前，美联储不会实施紧缩政策，而且在刻意降低市场的通胀担忧。因此我们判断短期政策退出还不是需要担忧的因素。所谓现在政策转向的预期，实际上就是情绪面对股价的扰动，本质还是因为估值过高机构资金要么整体减仓，要么调仓换股。节后这几天的下跌实际上又拓展出了后续上行的空间，类似去年的七月中下旬，当然后续空间已经没那时候大了。从个股层面也可以看出来，估值已经有较大幅度回调，这轮回调本质上是杀估值而不是杀逻辑，只要景气度和中长期逻辑还在，跌出空间就会有新的资金进行承接。短期一个不确定性因素是，基金的赎回到底会不会形成一个负反馈，使得机构资金被动减仓，这可能还需要本周剩下两天继续观察一下。尤其是今天在港股市场调整印花税的背景下，加速下跌。港股调整印花税，从起因来看，应该是跟香港财政方面有关，并非刻意打压市场，但从交易层面上，上调印花税和加息的意义类似，会从降低收益率的角度逼退一部分交易型资金。今天港股市场整体无差别下跌明显是过于情绪化了。

配置建议：

1、周期：机械、石化、基化、有色、煤炭

2、疫后服务业复苏，包括餐饮、酒店、旅游、航空

3、景气度见底、前期估值一直受压的：保险、通信、游戏

风险提示：海外经济恶化，疫苗进展不利

● 行业观点

【民生电新】电化学储能行业深度研究：能源革命下一站，征途是星辰大海

（于潇，分析师 S0100520080001，13917041099）

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。

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】珠江啤酒（002461）2020年业绩快报点评：主业量减价增，产品持续高端化推动利润快速增长

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

2月25日，公司发布2020年业绩预告，预计全年实现营业总收入42.49亿元，同比+0.13%；实现归母净利润5.69亿元，同比+14.43%；基本EPS为0.26元。 二、分析与判断

2020年受疫情影响啤酒销量下滑，单价提升保证收入规模同比微增

2020年公司实现营业收入42.49亿元，同比+0.13%，合Q4单季度实现收入7.42亿元，同比-1.78%。销量上，2020年公司共销售啤酒119.94万吨，同比-4.65%，合H1/H2分别销售啤酒56.54/63.40万吨，同比-7.83%/-1.62%。总体看，2020年疫情对啤酒行业的生产、销售冲击明显，20Q1公司动销基本处于半停滞状态，4月份以后下游动销逐步恢复，公司抓紧抓实抓细常态化疫情防控的同时，平稳安全有序地推

进复工复产；同时采取有效营销措施助力复商复市，Q2以后啤酒销售逐步恢复至往年正常水平，销量下滑环比收窄。

产品高端化持续推进，利润端增速高于收入端

2020年公司实现归母净利润5.69亿元，同比+14.43%；合Q4单季度实现净利润0.64亿元，同比+48.60%。总体看，公司利润增速大幅高于收入端的主要原因是：（1）公司聚焦产品创新，推动高档产品销量占比提升、吨酒销售收入同比提升；（2）积极开展开源节流、降本增效等专项工作，充分利用国家阶段性减免企业社会保险费等政策降低营业成本。

从吨酒价格看，2020年吨酒销售均价为3543元，同比+5.02%；合H1/H2吨酒销售均价分别为3549/3537元，同比分别+3.24%/+6.78%。产品高端化策略直接带动销售结构的大幅改善，并有效提高毛利率水平。

从产品创新看，2020年公司推出珠江LIGHT、珠江纯生528ml瓶装精品、298ml瓶装纯生1997、珠江0度Pro等升级产品；完成珠江啤酒1985升级版、百香果味水果小麦等新品开发；完成燕麦世涛，咖啡世涛、混浊IPA等精酿品种配方工艺改进。

2021年啤酒销售迎开门红，Q1业绩有望保持高增

2021年1月啤酒销售迎来春节备货期，公司啤酒销量同比+13.23%。受去年低基数效应影响，公司2月份啤酒销售有望继续保持高增。2021年公司实现销售开门红的主要原因包括：（1）主打高品质产品。公司抓住节日消费气氛，开展扫码促销等活动，聚焦纯生1997等核心产品，该产品销量1月同比+284%。（2）紧抓电商年货节，加强促销。公司通过电商渠道，采用VI店铺、VIP专属一对一客服、网红主播探访南沙智能生产基地等形式，加强与客户沟通。1月份电商渠道销量同比+249%。珠江纯生1997入选京东官方“酒sir情报局”年货榜，老珠江产品入选天猫年度尖货V榜。（3）加强跨界联合营销活动。公司推出牛年生肖定制款啤酒，加强线上线下推广力度，联动广东、广西等邮局系统销售，通过直播带货、社群分享、团购等多矩阵宣传，并与银行系统开展线上优惠合作。生肖定制酒款自1月10日上线以来累计销售超1.2万套，获得良好的消费者口碑。

根据业绩预告，我们小幅调整盈利预测。预计20-22年公司实现收入42.49/46.46/48.83亿元，同比+0.1%/+9.3%/+5.1%；预计20-22年公司归母净利润为5.69/6.31/6.91亿元，同比+14.4%/+10.9%/+9.5%，按照最新股本对应EPS为0.26/0.29/0.31元，目前股价对应PE为40/36/33倍。目前公司估值低于啤酒板块2021年52倍整体估值水平。公司Q1销售高速增长，疫情负面影响逐步消退，长期成长性良好，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情影响冲击超预期，产品高端化受阻，行业竞争加剧，食品安全问题等。

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。