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 25 日

● 客户观点反馈

昨日三大指数持续走弱，沪指向下跌穿 3600 点，1.99%跌幅创 7 个月以来最大单日跌幅；客户认为，经过最近两周的下跌，很多公司的估值逐步趋于合理。主要配置顺周期低估值股票以及从大市值向中小盘的细分龙头调整。当前市场热度已由“抱团”逐步转变为“调仓”。

● 行业观点

【民生有色金属】民生有色贵金属季报 2021Q1：Q1 延续震荡，贵金属配置时机来临

（方驭涛，分析师：S0100519070001，021-60876718）

利好一：继续看好通胀预期回升

原油、铜、大豆、玉米等大宗商品价格较 2020 年 3 月上涨明显，2021Q2 大宗商品预计同比上涨明显。同时，当前中美等重要需求大国接种占比较高，而大宗供给国接种的占比较低，供需错配或进一步加剧商品价格上涨，大宗商品价格中枢上移。同时欧美进一步的财政和货币政策有望进一步推动通胀预期上行。

利好二：长周期低利率有望维持

美联储 1 月维持利率不变，并维持 1200 亿美元额度购债额度。联储官员一致认为幕墙经济远未达到美联储设定的长期目标，将在未来很长一段时间保持宽松政策。短期复苏预期抬头，或将继续抬升国债收益率；考虑美国财政赤字及后续财政刺激需要，10 年期国债收益率有望继续维持低位。

利好三：美元进入长期弱势周期

短期来看，海外经济体同步复苏，而美联储的鸽派态度和美国政府的新一轮财政刺激将对美元构成压制。长期来看，美元指数与美国财政赤字负相关，侧面反映美元的超发程度；美元指数与美国 GDP 占全球比重高度正相关，考虑美国在全球的系统重要性逐步下降，预计美元进入长周期下行趋势。

利空一：经济复苏预期仍未完全消化

2 月，美国 10 年期国债收益率上行至 1.3%附近。美国新一轮财政刺激的出台有望进一步加快经济复苏。美国每日新增确诊人数明显下滑，全球疫苗接种顺利，美国接种疫苗 5522 万剂，占比约 34%（2 月 16 日）。新冠确诊人数下降和疫苗的迅速接种提振全球经济的复苏预期。

利空二：风险偏好抬升，比特币削弱黄金避险需求

从避险角度来看，VIX 指数仍处于 20 附近，市场避险情绪处于低位。全球交易复苏和通胀的资金在增加，风险资产明显走强。同时，比特币的去中心化和总量有限的特点使其成为新型的避险资产，削弱了黄金的避险作用。

利空三：投资需求、金饰需求、央行储备支撑有限

黄金 ETF 1 月转为净增持，但考虑经济复苏的预期和避险需求的下降，Q1 的投资需求增加有限。金饰需求和央行储备环比均出现回升，主要系疫情影响的逐步减弱和金价的下跌。但疫情对居民的收入和消费影响或仍要持续一段时间；而各国的经济刺激政策依然会拖累央行的资产负债表，央行储备短期增持空间有限。

小结：经济复苏预期短期压制黄金，继续看好通胀回升带来黄金上行

短期全球开始交易经济复苏，名义利率有抬头迹象，对黄金构成压制；但我们继续看

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

【民生有色金属】民生有色贵金属季报 2021Q1：Q1 延续震荡，贵金属配置时机来临

【民生食品饮料】盐津铺子(002847):全品类覆盖+店中岛拓张，双轮驱动业绩高增

【民生计算机】金山办公(688111):业绩高速增长，企业级市场值得期待

【民生石化】中海油服（601808.SH）深度报告：油价上涨带动上游资本开支增加，中海油服受益

好通胀预期在 2021H1 的逐步回升，贵金属价格有望在 Q2 迎来上行。因此，我们判断 Q1 仍以震荡为主，美元强势不可持续+利率长期低位+通胀预期中长期回升长期逻辑不变。同时建议关注白银在光伏领域的需求复苏带来的工业属性上涨行情。建议逐步配置贵金属板块。

投资建议

推荐紫金矿业、盛达资源、银泰黄金、山东黄金、恒邦股份，关注赤峰黄金。

风险提示

国际宏观经济及政策不确定性增强、地缘政治影响、黄金实物需求下降等风险。

● 个股观点

【民生食品饮料】盐津铺子(002847):全品类覆盖+店中岛拓张，双轮驱动业绩高增（于杰，分析师：S0100519010004，010-85127513；熊航，分析师：S0100520080003，0755-22662056）

一、事件概述

2 月 23 日盐津铺子发布 2020 年度业绩快报，公司 2020 年实现营业收入 19.59 亿元，同比+39.99%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比+88.70%；基本 EPS 为 1.94 元。20Q4 单季度公司实现营业收入 5.24 亿元，同比+25.52%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比+38.73%。

二、分析与判断

丰富产品矩阵，助力营收快速增长

2020 年公司实现营业收入 19.59 亿元，其中 Q1-Q4 分别实现营收 4.64/4.81/4.89/5.24 亿元，分别同比+35.43%/+61.47%/+43.55%/+25.52%。Q4 增幅回落主因 2021 年春节后置，春节旺季备货更多集中在 2021Q1，在去年 Q4 高基数下取得 25%增长已属优异。2020 年公司实现归母净利润 2.42 亿元，Q1-Q4 分别实现归母净利润 0.57/0.73/0.59/0.53 亿元，分别同比+100.80%/+93.14%/+147.99%/+38.73%。公司在规模快速增长的同时，也注重兼顾效益，不断优化内部管理和资源配置，精细化成本费用管控，推动利润增速持续跑赢收入增速。

公司以“盐津铺子”和“憨豆先生”双产品线布局，涵盖咸味小吃（鱼糜、豆干、肉鱼、蜜饯、素食）、烘焙点心（面包、蛋糕、薯片、布丁）及坚果果干品类，覆盖休食市场高增品类，针对不同地域不同消费习惯提供差异化组合，并根据市场差异化需求不断推新。目前第一曲线休闲（咸味）零食稳中有升，第二曲线休闲烘焙点心迅速成长，共同推动营收快速增长。公司以散称小包装为主，在休食市场构建独特品牌化散称优势，有利于消费者一站式购齐，也利于公司不断以新品替代效率不高的老品，提升坪效。

品牌化散称专柜，快速拓展市场空间

渠道角度，公司以“直营商超树标杆、经销商超全面拓展、新零售跟进覆盖”的模式，全面覆盖市场。公司与大型商超保持紧密合作，覆盖沃尔玛、家乐福、永辉等国内外大型连锁商超，并通过地区经销商实现地区性中小型商超、便利店、流通渠道覆盖，推动营销网络向下延伸，深度覆盖市场空间，目前公司渠道正由一、二线城市向三、四线及县级城市延伸。公司在 KA 渠道的核心优势在于打造了品牌化散称专柜，并提供了丰富产品矩阵，公司店中岛坪效远高于同业公司，与商超对散称产品品牌化、形象化诉求相契合。截止 Q3 公司已投放 1.4 个店中岛，仍处于快速拓张阶段，带来强劲量增支持。

股权激励计划全部授予，高新技术企业申报落地

公司 2019 年股权激励计划？目前已全部授予 550 万股，占公司总股本的 4.25%。股权激励计划原定业绩考核目标以 2018 年为基础，2019-2021 年营收增速分别不低于 15%/35%/60%，扣非净利润增速分别不低于 95%/160%/250%，业绩增速目标较高，公司能达成考核目标,彰显了公司充分的增长能力。公司申报高新技术企业已获备案，2020 年公司企业所得税率由 25%降至 15%，2020 年递延所得税增加 809.33 万元，同时带来未来净利润空间。

三、投资建议

预计 2020-2022 年公司实现营业收入 19.59/24.52/30.24 亿元，同比分别+40.0%/+25.2%/+23.3%；实现归母净利润 2.42/3.27/4.26 亿元，同比分别+88.7%/+35.5%/+30.3%;对应 EPS 分别为 1.87/2.53/3.30 元,对应 PE 为 54X/40X/30X。目前休闲食品板块 2020 年预期估值约为 47 倍（Wind 一致预期，算数平均法），公司估值略高于可比公司平均水平。考虑到公司未来业绩增长的确定性，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示

线下渠道扩张不及预期、行业竞争加剧、食品质量安全问题。

【民生计算机】金山办公(688111):业绩高速增长，企业级市场值得期待

（强超廷，分析师：S0100519020001，021-60876718；郭新宇，分析师：S0100518120001，010-85127654）

一、事件概述

金山办公于 2021 年 2 月 23 日发布业绩快报，20 年全年实现营收 22.61 亿元，同比增长 43.14%；实现归母净利润 8.79 亿元，同比增长 119.56%；实现扣非后归母净利润 6.19 亿元，同比增长 96.79%。

二、分析与判断

Q4 持续高速成长，费用投入放缓及投资收益致利润大增

公司四季度单季实现营收 7.58 亿元，同比增长 41%，环比增长 29%，继续保持高速增长；全年实现归母净利润 8.79 亿元，同比大增 120%，其中 Q4 单季归母净利润 2.84 亿元，同增 44.9%。公司利润大增源于三方面：1）业务规模高速增长；2）疫情影响线下推广、人才招聘，费用投入有所放缓；3）投资及并购收益（非经常收益约 2.61 亿元）。

云办公需求旺盛，B、C 两端业务不断发力

疫情影响加速企业上云进程，B 端与 C 端用户通过云协作的方式办公已成为趋势。从企业端看，随着企业级云化需求逐渐显现，机构订阅业务体量增加，机构授权业务实现了高速增长；从个人端看，随着用户对移动办公及云协作办公的深入使用，公司缩减了传统互联网广告的投放量，提升客户使用体验，进而带动个人订阅业务继续保持较高增速。

长期成长逻辑清晰，企业级市场空间广阔

金山办公是国内稀缺的办公软件标的，成长逻辑清晰商业模式良好。对于个人 To C 业务，公司通过基础版免费+增值服务的方式获取用户，并通过构建生态的方式加强客户粘性，提升单客户价值；对于企业级 To B 业务，公司凭借“正版化趋势+信创端提供市场+云协作构建生态”持续扩大市场，增长空间广阔。

三、投资建议

预计公司 2021、2022 年营收分别为 37.79、54.01 亿元，同比增长 67.1%、42.9%；实现归母净利润 12.97、17.99 亿元，同比增长 47.5%、38.7%；当前市值对应 20、21、22 年业绩的 PE 分别为 197.1、133.6、96.3 倍。目前计算机各版块领军企业市值在 Wind 一致预期下对应 21 年 PE 均值为 94 倍，公司对应 21 年 PE 为 133.6 倍，考虑到公司高增速及优良的商业模式，理应享有一定的估值溢价。故维持“推荐评级

四、风险提示

用户数量增长不及预期；软件正版化推进不及预期；产品研发进度不及预期

【民生石化】中海油服（601808.SH）深度报告：油价上涨带动上游资本开支增加，中海油服受益

（杨侃，分析师：S0100516120001，0755-22662010）

一、本报告试图解决：

从单位固定资产盈利能力角度评估中海油服的盈利优势

油价、上游资本开支和油服企业业绩有强相关关系。本文将分析中海油服的单位固定

资产盈利能力，并判断未来公司的盈利中枢。

二、行业逻辑

油价、上游资本开支和油服企业业绩有强相关关系。展望 2021 年，全球石油供需结构稳定，预计全年油价中枢为 50-60 美元/桶，较 2020 年有所上涨，因此资本开支将上涨。油价与资本开支有较强相关性，以中石油为例，公司资本开支与油价的相关性大的 0.8。上游的资本开支增加，则油服行业盈利能力增加。

国家推进能源安全战略推动上游资本开支增加，利好油服行业。为相应国家号召，中石油、中海油等分别提出“七年行动计划”，大力发展国内能源勘探开发业务。比如，中海油提出，到 2025 年，公司的勘探工作量和探明储量要翻一番，实现南海西部油田 2000 万平方米、东部油田 2000 万吨的上产目标，由此利好油服行业。

三、公司逻辑

中海油未来资本开支较大，助力中海油服业绩向上。本文选取 2012-2019 年中海油资本开支和中海油服营收的数据最终得出，二者之间线性相关性达 0.9，属于强相关关系。依据中海油的七年行动计划目标，中海油将加大资本开支，预计资本开支年增速为 17%，由此利好中海油服。

公司资产回报率处于行业领先水平。本文选取了油服行业三家公司与中海油服作对比，分别为中油工程、石化油服和海油工程。公司 2019 年资产回报率为 3.35%，行业平均水平为 1.43%，同行领先。

受益油价上涨，预计 21 年公司业绩大幅增加。2002-2019 年公司每亿元固定资产的盈利能力中枢为 0.1 亿元，对应历史油价中枢为 66 美元/桶。参考公司 2012 年以来固定资产规模平均增长率 3%，则公司 2021 年固定资产规模可达到 463 亿，由此从单位固定资产盈利能力角度测算公司可获得净利 46 亿元。

四、盈利能力预测与投资建议

基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.73、0.99 和 1.30 元，以 2021 年 2 月 23 日收盘价测算，得到对应 PE 为 28X，21X，16X，可比公司 TTMPE 为 40X，此外 2021-2022 年公司 PEG< 1，维持“推荐”评级。

五、风险提示

原油价格剧烈震荡风险、上游资本开支下滑风险。

● 风险提示

全球疫情传播持续恶化、疫情影响下游需求的风险、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。