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 18 日

● 客户观点反馈

春节期间海外市场普遍上涨，A 股实现牛年开门红的概率很大。在节后资金面相对宽松的背景下，A 股的春季攻势将延续。市场关注点从流动性转为经济回升。从板块来看，大消费如食品饮料、医药、免税等，新能源如新能源车、光伏都值得关注，市场的热点也有望进一步扩散。

● 总量观点

【民生宏观】新出生人口下降的成因和展望

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

1）2020 年出生人口同比下降

根据公安部数据，2020 年出生并已经到公安机关进行户籍登记的新出生人口共 1003.5 万人，而 2019 年这个数据为 1179 万人。已知 2019 年新出生人口为 1465 万人，按此比例推算，2020 年新出生人口大约为 1246.9 万人，相比 2019 年下降 14.9%。自 2016 年以来，新出生人口持续下降，人口政策是否需要调整引起社会讨论。

2）近几年来育龄妇女人数下降是新出生人口下降主要原因

近几年来新出生人口下降的一个重要原因在于育龄妇女人数明显下降，特别是生育率最高的 25-29 岁妇女人数明显下降。2015 年，我国 25-29 岁的女性有 6300 万，到了 2020 年，25-29 岁女性只有 4600 万，同比下降 27%。与之相对应的，2015 年新出生人口为 1655 万，2020 年我们预计为 1250 万左右，同比下降 24.4%。近几年来育龄妇女人数下降是新出生人口下降主要原因，随着未来育龄妇女人数进一步下降，假如生育政策不变，我们预计新出生人口将进一步下降，到 2033 年之后逐渐稳定在每年新出生 1000 万人左右。

3）女性教育水平提升导致晚婚晚育

综合来看，90 年代以来生育率小幅下降的主要原因是 20-24 岁年轻女性生育率下降所致，曾经作为生育主体的 20-24 岁女性生育率几乎下降了一半，而 30 岁以上的女性生育率反而有提高的趋势。说明随着女性教育水平提升，女性有晚婚晚育的趋势，一方面使婚育年龄延后，另一方面也使二孩和三孩的比例下降。参考西方国家经验，观念变化导致的生育率下降，靠人口刺激政策很难逆转。

4）从人口红利到人才红利

虽然近几十年来新出生人口逐渐下降，但人口素质却在同步提高。从入学率来看，无论是小升初入学率、初升高入学率，还是本科或研究生入学率均明显提高。如果说人口红利支撑了过去几十年劳动密集型产业的快速崛起，那么人才红利将能支撑未来几十年技术密集型产业的发展。中国完全可以凭借世界上最庞大的理工科人才储备，实现产业升级的目标。

风险提示：生育率下降超预期、生育政策变动超预期、婚育年龄推迟等。

【民生宏观】1 月物价数据点评：PPI 与 CPI 剪刀差或进一步扩大

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

1 月 CPI 同比下降 0.3%，核心 CPI 同比下跌 0.3%，PPI 同比上升 0.3%。

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】新出生人口下降的成因和展望

【民生商社交运】离岛免税春节高景气，适度竞争格局已趋明朗

【民生电新】容百科技（688005）点评报告：高镍正极扩产加速，将开启新一轮高增长

1）重要信息一， CPI 基数较高导致 CPI 负增长

去年 1 月份，由于春节+疫情影响，CPI 基数较高，而今年由于春节较晚，因此 CPI 虽然环比正增长，但同比却出现负增长。另一方面，1 月受疫情影响社会总需求也受到一定冲击，1 月核心 CPI 同比下跌 0.3%，而去年 12 月核心 CPI 同比上涨 0.4%。但随着本土疫情得到控制（近几日本土疫情已经清零），未来需求有望加速恢复，预计 2 月 CPI 同比将由负转正。

2）重要信息二， 全球经济复苏带动 PPI 反弹

受国内外需求持续改善影响，1 月 PPI 同比上涨 0.3%，环比上涨 1.0%，继续延续回升势头。当前欧美疫情已迎来拐点，拜登新一轮财政刺激提振了美国需求，导致全球经济加速复苏。国际原油价格继续上涨，接近 60 美元/桶左右，大宗商品的反弹带动 PPI 持续上行。A 股方面顺周期板块也受到提振，原油、煤炭、化工等板块均有不错表现。

3）重要信息三，基期轮换反映恩格尔系数下降，对物价影响较小

2021 年是新一轮 CPI 和 PPI 基期轮换时期，与上轮基期（2016 年—2020 年）相比，新基期的权数总体变动不大。其中，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点，生活用品及服务权数变动不大。其中食品烟酒和衣着权重下降最多，反映我国居民收入改善，恩格尔系数在下降。居住的权重上升最多，反映近几年租金上升较快的现象，特别是一二线城市租金上升较快。本次基期轮换对 CPI 和 PPI 各月同比指数的影响平均约为 0.03 和 0.05 个百分点，影响不大。

4）未来展望： PPI 与 CPI 剪刀差或进一步扩大

自 2019 年猪周期开启以来，CPI 同比一直高于 PPI，这一时期工业企业利润较窄，周期股表现较为疲软。但 2021 年 1 月 PPI 同比增速反超 CPI 同比增速，且未来随着油价回升和基数原因二者剪刀差有望进一步走阔，预示着工业企业行业利润向上游集中，石油、化工、煤炭、钢铁、有色等周期性行业利润或进一步修复。可以参考的历史是 2017 年，由于供给侧改革叠加全球经济协同复苏，PPI 同比增速也明显高于 CPI 同比增速，周期股和金融股迎来牛市。今年的宏观经济与 2017 年有很大类似之处，包括经济走强、流动性边际收紧、工业需求回升、全球经济复苏等，我们继续看好顺周期板块和银行股。

风险提示：原油减产超预期、海外疫情预期、疫苗普及超预期等。

● 行业观点

【民生商社交运】离岛免税春节高景气，适度竞争格局已趋明朗

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，18916370173）

周观点：离岛免税春节 4 日销售破 7 亿，折扣相近背景下中免仍占绝对份额。

1）据海口海关统计，2 月 11 日至 14 日，海南 9 家离岛免税店销售额约 7.29 亿元，日均 1.8 亿元。其中，免税品销售额约 6.6 亿元，接待购物约 9.79 万人次。整体看，春节期间离岛免税品销售日均销售 1.65 亿元（14 日单日 2.8 亿元），环比 1 月增长 35%；整体销售客单价 7446 元，与 1 月基本持平。

2）**春节期间各免税店均推出较多折扣活动，预计中免仍占据市场主要份额**。此次春节黄金周，各主要离岛免税店均推出优惠折扣活动，**根据我们梳理，三亚地区海旅促销力度最大，三大品类均满 1000 返 300 且不封顶，中免则与银行有较多联合促销活动**。其中：（1）**香化类**：海旅满 1000 返 300（上不封顶且有积分）；中服 2 件 7.5 折/5 件 7 折；中免海棠湾及三亚机场则为 3 件/单件 8 折；（2）**精品**：海旅时尚腕表、太阳镜满 1000 返 300（上不封顶且有积分），高档腕表首饰 5 倍积分；中服精品满 3000 减 100，但考虑中服本身大牌奢侈品较少，故吸引力有限；中免海棠湾可通过户外广告领取 100 元无门槛现金券；（3）**酒水**：海旅满 1000 返 300（上不封

顶且有积分），中服 8 折起另有 500-30 优惠券，中免三亚机场店酒水 7 折。我们认为，新免税运营商折扣活动虽力度较大，但受实际入驻品牌数量及供货问题，仍难撼动中免市场地位。**从实际情况看，1 月新增免税店开业并大促后中免仍占据了 90%左右的市场份额，其物业地理位置（机场&热门景区）及品牌认知度带来的竞争优势已经毋庸置疑。进一步看，考虑到新晋运营商的供应链问题仍需较长时间解决，以及中免在海口的免税城将于 2022 年落地，我们倾向于认为在 2025 年之前，整个离岛免税市场的竞争格局已经较为清晰，适度竞争格局下中免的龙头地位稳固。**

3）**离岛免税新政“出圈”效应明显，渗透率持续提升。**根据海口海关数据及三亚、海口机场旅客数据测算，我们估算 4Q20 离岛免税市场购物渗透率或接近 30%，较新政前 10%+的水平增长明显。其中除却离岛免税政策本身大幅放宽带来的增长，从信息传播角度看，受益于海南自贸港的高规格，消费群体/品牌商对离岛免税市场的深入理解，也是需求和供给两侧驱动离岛免税购物渗透率提升的重要因素。而伴随近期离岛免税商品邮寄业务的进一步推出，我们预计海南离岛免税市场的购物渗透率或可超过韩国免税市场 40-50%的水平。**此外，从未来市内店的角度看，当前离岛免税品邮寄形式，也有望为未来市内免税店的提货政策提供范例。**

4）**投资建议**

中国中免：海南自贸港建设提速，免税再迎政策红利，公司作为龙头供应链运营商，先发优势明显。中长期看，免税行业逻辑成长未变，国人市内免税政策尚未开放，后续政策仍有放松空间。

飞亚达：瑞表经销渠道竞争格局稳定，多因素作用下近几年行业集中度正在持续提升，同时，公司通过调整品牌结构进行提质增效，盈利质量不断提升。长期看，作为国内稀缺的顶级奢侈品销售渠道，有望长期受益于消费升级带动的行业增长红利。

奥园美谷：我国医疗美容行业仍处快速成长期，前景广阔，公司大医美战略布局卡位精准；中长期看，公司凭借雄厚的资金实力和强大的资源整合力有望长期分享行业增长红利。

风险提示：宏观经济下行、免税行业政策落地进展低于预期。

● 个股观点

【民生电新】容百科技（688005）点评报告：高镍正极扩产加速，将开启新一轮高增长

（于潇，分析师 S0100520080001，13917041099 ）

2021 年 2 月 8 日，公司发布公告，将自筹资金不超过 29 亿元，用于子公司贵州容百年产 10 万吨高镍正极材料生产线二期及后续项目。公司预计项目达产后可实现年收入 105 亿元左右，项目内部税后收益率为 36.28%，投资回收期为 5.22 年。

1）贵州容百稳步扩产，预计将主要供货宁德时代等客户

公司此次扩产将主要生产以 NCM811、NCA 为主的高镍正极材料。在已有的 1.5 万吨一期产能基础上，二期 1.5 万吨产能将于 2021 年内完成建设，后续 7 万吨预计将于 2024 年前完成，建成后贵州容百年产能将达 10 万吨。扩产的目标客户预计主要是宁德时代四川宜宾基地等就近客户，根据宁德时代公告，宁德时代四川宜宾基地合计规划产能 100GWh，公司为宁德时代高镍三元正极主供，将率先受益于客户需求增加。

2）高镍三元正极龙头扩产加速，2025 年规划产能 30 万吨以上，将开启高速增长

2020 年公司在国内高镍三元市场占比第一，市占率超过 50%，得益于下游需求旺盛和高镍占比逐步提升，公司有望持续高增。目前公司 4 万吨产能接近满产，公司 2021 年将新增产能 8 万吨，全年有效产能预计将达到 6 万吨，我们预计公司 2021 年出货量可达 5 万吨以上。除贵州容百以外，湖北和韩国等工厂新产能也将快速投放，公司规划 2025 年产能将达到 30 万吨，进一步夯实行业领先地位。

3）受益于产能利用率提升，盈利水平将显著改善

公司去年受疫情影响，预计出货量约 2.5 万吨，因产能利用率不足公司盈利水平较低，目前单吨盈利约 0.8 万元。今年公司下游需求高增订单饱满，预计产能利用率将大幅

提升，经营效率也将显著改善，同时考虑到公司高镍产品占比和前驱体自供比率增长，预计今年公司单吨盈利有望逐步提升至 1.2 万/吨。

4）投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.98、5.57、8.29 亿元，同比分别增长 127%、181%、49%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 150、54、36 倍。参考 CS 新能车指数 180 倍 PE（TTM），考虑到公司是三元高镍全球龙头，持续扩产并有望维持高速增长，首次覆盖，**给予“推荐”**评级。

风险提示：新能源汽车终端销售不及预期、三元高镍渗透率不及预期、新建产能投产进度低于预期。

● 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。