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 8 日

## ● 客户观点反馈

节前大概率市场可以温和上行，前期超跌的成长板块有望修复。展望全年，利率水平的上行是制约市场的最重要因素。但利率上行的前提是经济向好，甚至是全球经济的复苏。因此，可以更加关注顺周期板块，主要方向包括了上游资源品、中游制造业、银行等。同时看好业绩和估值匹配度较高的细分领域龙头。

## ● 总量观点

**【民生宏观】1 月非农数据不及预期，财政刺激有望推动——点评 1 月非农数据**

**（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）**

**美国 1 月非农就业人口新增 4.9 万人，大幅低于市场预期；去年年末非农数值遭下调**

美国 1 月季调后非农就业人口新增 4.9 万人，预期增长 10.5 万人，前值减少 22.7 万人，不及市场预期的一半。11 月非农就业总人数向下修正 7.2 万人，12 月的数值向下修正 8.7 万人，两月总计下调 15.9 万人。

**分行业来看， 1 月就业人数增加最为显著的为专业和商业服务，形成最大拖累的是休闲和酒店业**

1 月专业和商业服务环比新增 9.7 万人，前值增加 15.6 万人，延续强劲上升势头；政府部门本月新增 4.3 万人，前值减少 2.3 万人；受疫情影响最大的休闲和酒店业就业人数环比减少 6.1 万人，前值减少 53.6 万人。

**美国 1 月失业率创下自去年 3 月以来新低；同时劳动参与率也较前值有所下滑**

美国 1 月失业率降至 6.3%，预期 6.7%，前值 6.7%，创下去年 3 月以来新低；美国 1 月劳动参与率降至 61.4%，预期 61.5%，前值 61.5%；劳动参与率的下滑表明当前的劳动市场表现依然不够强劲。

**1 月平均时薪同比好于预期，平均每周工时高于前值，当周首次申请失业救济金人数持续降低**

1 月私人非农企业员工平均每周工作时长 35.0 小时，前值为 34.7 小时；1 月平均时薪同比增 5.4%，预期增 5.0%，前值增 5.1%；环比增 0.2%，预期增 0.3%，前值增 0.8%；1 月最新公布的当周首次申请失业救济金人数为 77.9 万人，前值 81.2 万人。

**我们认为不及预期的非农就业数据或许能促使拜登推动美国国会通过他的 1.9 万亿美元复苏计划**

美国财政部长耶伦在周四称：“需要 1.9 万亿美元刺激计划，以缓解新冠大流行带来的痛苦”；当地时间 2 月 5 日，美国参议院在经过辩论与投票后通过了预算决议，意味着民主党未来能够以简单多数票推动拜登政府的 1.9 万亿美元的纾困计划。

**风险提示：全球疫情持续恶化，疫苗接种不及预期等。**

**【民生金工】大小盘表现分化，Alpha 环境回暖**

**（祁嫣然，分析师 S0100519110004，010-85127519）**

**上周市场表现：市场大小盘分化明显，量能逐步修复**

上周市场大小盘分化明显。上证综指上涨 0.38%，上证 50 上涨 3.43%，沪深 300 上涨 2.46%，中证 500 下跌 1.67%，创业板指上涨 2.07%。上证 50 指数为看多观点，其余各宽基指数均为看空观点，择时观点持续谨慎。

行业估值方面，电力设备及新能源、汽车、商贸零售、消费者服务、家电、医药、食


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

【民生商社交运】飞亚达（000026）2020 年业绩快报点评：名表高增促业绩高增长，内部提效+渠道拓展仍有看点

【民生宏观】1 月非农数据不及预期，财政刺激有望推动——点评 1 月非农数据

【民生汽车】汽车行业周报 20210208：行业维持高景气度，主要车企销量表现良好

品饮料、交通运输、电子、计算机处于估值分位数“危险”等级；煤炭、电力及公用事业、建筑、农林牧渔、房地产、通信处于估值分位数“安全”等级。

股票型基金仓位自 2020 年以来在 84%-92.5%范围内波动，近期出现下降趋势。大盘股持仓占比明显上升，小盘股下滑。截止至 2021 年 2 月 5 日，股票型基金测算仓位为 87.15%，其中大盘组合持仓测算仓位平均值为 58.83%，小盘持仓测算仓位平均值为 28.32%。

**量化市场跟踪：基本面因子表现优异，Alpha 环境稳步上行**

月度与周度横截面波动率均处于震荡上行趋势，近期 Alpha 环境整体较好。近一个季度的横截面波动率均值处于历史中上分位数，整体 Alpha 环境持续回暖。

上周 IF 当月合约上涨 2.83%，收于 5473.80，收盘基差-0.18%；IH 当月合约上涨 3.72%，收于 3840.80，收盘基差 0.00%；IC 当月合约下跌 0.80%，收于 6231.20，收盘基差 -0.14%。

截至 2021 年 2 月 5 日，基金抱团分离度依然处于高位，抱团较为松动。但是近一周来看，抱团分离度开始呈现拐头向下趋势，短期内基金有重新抱团的迹象。

大类因子表现来看。对数市值因子上周获得收益 1.18%，非线性市值因子表现一般，市场整体表现为大市值效应。流动性因子表现较好，获得收益-1.32%。BP 因子获得收益-1.22%，成长股优于价值股。盈利因子表现良好，获得收益 0.49%。成长因子表现良好，获得收益 0.46%。动量因子获得收益 0.45%，市场表现为动量效应。其余因子表现一般。

从大小盘风格表现来看，各股票池均表现为大市值效应，对数市值因子排名靠前。从盈利能力角度来看，上周盈利能力类因子在各股票池中均表现优异，经营利润增长率因子排名靠前。换手率与波动率因子在沪深 300 股票池中均表现一般，在中证 500 和流动性 1500 股票池中表现较好。动量类因子在各股票池中均表现为明显的动量效应。

上周基本面类因子在各行业中表现优异，净资产增长率因子、净利润增长率因子、每股经营利润 TTM 因子、每股净资产因子在各行业中表现较好，在农林牧渔、食品饮料、建筑材料、银行、轻工制造等行业表现优异。市值风格上，各行业均表现为明显的大市值效应。估值类因子中，EP 因子与 BP 因子表现分化，BP 表现为成长股占优，EP 因子表现为价值股占优。动量类因子在各行业整体表现为动量效应，有色金属、休闲服务等行业表现为反转效应。残差波动率因子与流动性因子表现优异，仅在建筑材料、银行、休闲服务行业出现回撤。

**PB-ROE-50 组合跟踪**

上周 PB-ROE-50 组合在中证 500 股票池中出现小幅回撤，获得超额收益-0.64%。今年以来获得超额收益 4.80%。

**风险提示：**

报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能。

## ● 行业观点

**【民生汽车】汽车行业周报 20210208：行业维持高景气度，主要车企销量表现良好（邓健全，分析师 S0100519110001，0755-22662070）**

**上周关注：行业维持高景气度，主要车企销量表现良好**

2021 年 1 月，汽车行业销量预计完成 254 万辆，同比增长 31.9%；乘用车销量预计完成 207 万辆，同比增长 28.4%；商用车销量预计完成 48 万辆，同比增长 50.1%。具体到车企，得益于行业景气度全面回暖，国内车企持续创新智造提升产品实力，自主品牌销量表现较好；三大造车新势力交付量创新高。

**行情回顾**

（1）上周，CS 汽车板块下跌 1.31%，沪深 300 指数上涨 2.46%，上证综指上涨 0.38%，上周行业表现优于大盘；在中信 30 个一级行业中，汽车板块位居行业涨幅榜第 14 位。

（2）细分板块涨跌幅依次为：卡车+7.44%、汽车零部件-0.59%、汽车销售及服务

-1.05%、乘用车-2.06%、客车-7.46%。概念板块涨跌幅依次为：特斯拉指数+0.13%、新能源汽车指数-0.76%%、汽车后市场指数-1.28%、锂电池指数-1.30%、车联网指数-2.17%、充电桩指数-3.42%、无人驾驶指数-3.68%。

**行业重要新闻**

（1）全球汽车市场逐步回暖复苏导致全球范围的汽车芯片的短缺，汽车制造业受到巨大影响，一汽大众、上汽大众、日本 5 大车企出现缺芯减产现象，相关影响可能持续 6-9 个月。

（2）比亚迪宣布启动企业碳中和规划研究，探索新能源汽车行业碳足迹标准，引领中国汽车行业迈入绿色发展新阶段。

**公司重点公告**

【比亚迪】2 月 3 日公告，董事会会议审议通过《关于拟对控股子公司增资的议案》，同意分别以现金出资的方式对子公司比亚迪汽车工业有限公司、比亚迪汽车有限公司、深圳市比亚迪供应链管理有限公司分别增资 8.5 亿美元、30 亿元人民币、30 亿元人民币，拓展子公司业务

**投资建议**

汽车行业维持高景气度状态，新能源汽车销量受补贴退坡影响较小，自主品牌销量表现优异。从两个维度关注细分机会：一是在新能源汽车下半场智能升维竞争中，智能驾驶落地项目超预期的整车企业;二是受益于自主品牌及头部造车新势力车型持续畅销，国产替代和产业链共同成长逻辑下的优质汽零部件企业。建议关注：比亚迪、长城汽车、长安汽车、文灿股份、骆驼股份、新泉股份、伯特利、德赛西威。

**风险提示**

宏观经济下行超预期，汽车行业景气度不及预期，国内疫情发展超预期。

**【民生军工】民生军工行业周报：基本面不断改善，持续看好军工配置价值 20210208**

**（王一川，分析师 S0100518020001，(010)85127513）**

**行情回顾**

上周沪深 300 指数上涨 2.46% ，国防军工板块下降 5.23%，军工板块跑输 7.69%。从行业来看，在中信 30 个一级子行业中，军工行业排名第 28 位。

**本周核心观点**

上周，军工板块继续回调，中信军工指数中仅五家上涨，其中，光启技术+9.1%、中航光电+8.4%、航天电器+1.9%，前期涨幅较少的元器件厂商上周表现较好。近期，部分军工企业发布 2020 年业绩预告，军工行业 20 年业绩同比增长 20%，基本面持续突破，其中上游电子元器件企业业绩增长超预期，表明行业景气度持续提升，建议关注航空、导弹、碳纤维产业链相关个股。 ①行业基本面。短期，疫情影响消除，军工核心资产订单持续提升，全年业绩有望稳定增长。中期，新型主战装备批产提速、实弹训练以及地缘政治影响有望提升军队采购量，“十四五”期间军队采购需求将显著提升。长期，武器装备存量仍然偏低，新型装备占比较小，未来军费投入有望提升。②板块估值。中证军工指数估值处于历史中枢位置，后续仍有提升空间。③基金持仓比例。基金重仓持股比例连续两个季度回升，但和 15 年高点持仓相比，提升空间大。

**上周事件点评**

反导试验成功，核防御能力显著增强。2021 年 2 月 4 日据国防部权威报道，中国在境内进行了一次陆基中段反导拦截技术试验，试验达到了预期目的，并标是“这一试验是防御性的，不针对任何国家”。在此之前我国共进行过 4 次陆基中段反导拦截试验，分别是在 2010 年、2013 年、2014 年、2018 年，这 4 次试验结果都取得了成功，我国是继美国以后唯一成功实施陆基中段反导拦截技术试验的国家。陆基反弹的主要目的是遏制大规模核打击，针对的目标则是陆基、潜射远程以及洲际弹道导弹等，根据拦截时机不同可分为助推段、末段、中段三大类。其中中段反导的好处是在敌方导弹尚未到达本土前，对其拦截并将其战斗部摧毁，避免了在末段拦截时，敌方携带有核弹头的来袭导弹造成本土上空核污染，或因拦截产生的碎片掉在本土上造成经济损失。随着本次试验成功，我国反核打击能力将有效增强，但未来仍将在预警阶段加强，

包括导弹预警卫星、陆基和海基预警雷达等。

**建议关注**

①受益于主战装备进入批量生产阶段的核心主机厂：中航沈飞、中直股份、航发动力；②保持稳定增长的军工上游电子元器件厂商：航天电器、鸿远电子、宏达电子、振华科技、中航光电、火炬电子；③国防信息化核心标的：睿创微纳、雷科防务；④业绩实现快速增长的材料领域厂商：中航高科、光威复材。

本周组合：航天电器、中航高科、鸿远电子、中航光电

**风险提示：**

武器装备列装低于预期；科研院所改革不达预期。

## ● 个股观点

**【民生电子】中芯国际-U(688981):需求旺盛带动业绩增长，扩产成熟制程空间广阔（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）**

**一、事件概述**

2 月 4 日，公司预告 20Q4 实现营收 66.71 亿元，归母净利 12.52 亿元。

**二、分析与判断**

**需求旺盛、产能紧张带动全年业绩增长**

1）营收：20Q4 公司实现营收 66.71 亿元，同增 10.3%，环减 12.7%，2020 全年累计实现营收 274.71 亿元，同增 24.8%，主要受益于晶圆代工产能紧张，成熟制程需求旺盛，带动全年晶圆销量增加及平均售价上升。

2）毛利率：20Q4 实现毛利率 21.5%，高于此前预告的 19-21%上限，同比提升 0.2pct，环比降低 4.8pct。

3）业绩：20Q4 实现归母净利 12.52 亿元，同增 93.5%，环减 26.1%，20Q4 扣非归母净利 0.4 亿元，同比减少 82%，主要因第四季度计提的存货跌价损失增加所致。2020 全年累计实现归母净利 43.32 亿元，同增 141.51%。

4）业绩指引：公司预计 21Q1 收入环比增长 7%-9%，2021 年上半年收入目标约为 21 亿美元，同比增长约 14%，2021 全年收入目标为中到高个位数增长。

5）产能利用率：20Q4 产能利用率为 95.5%，较 20Q3 降低 2.3pct，但仍处于较高水平。

**成熟工艺资本开支高投入，8 和 12 英寸产线均有扩产**

20Q4 资本开支为 13.33 亿美元，2020 全年资本开支为 57 亿美元，主要用于拥有实控权的上海 300mm 晶圆厂、控股的北京 300mm 晶圆厂以及天津 200mm 晶圆厂的产能扩充。公司预计 2021 年资本开支为 43 亿美元，其中大部分用于成熟工艺的扩产，小部分用于先进工艺，北京新合资项目土建及其它。产能建设方面，规划 2021 年成熟 12 英寸产线扩产 1 万片，成熟 8 英寸产线扩产不少于 4.5 万片，并考虑加强第一代、第二代 FinFET 多元平台开发和布建，拓展平台的可靠性及竞争力。

**成熟工艺平台产能紧缺，未来增长空间巨大**

20Q4 公司营收结构中，28nm 及以下先进制程占比为 5%，28nm 以上成熟制程占比为 95%，其中 55/65nm 和 0.15/0.18um 制程营收占比最多，分别为 34%和 32.5%。而据 IHS Markit 预测，全球晶圆代工市场规模将从 2020 年的 585 亿美元增至 2025 年的 861 亿美元，其中 28nm 以上成熟制程占比为 48%，市场规模达 414 亿美元，是中芯国际成熟制程 2020 年营收的约 12 倍。随着新能源/视频监控/消费电子等领域的持续发展，带动功率半导体/图像处理/射频等成熟工艺芯片需求激增，斯达半导/韦尔股份/兆易创新/卓胜微等绝大多数芯片设计公司的晶圆代工都在成熟工艺平台，造成产能紧张、缺口巨大，呈现出需求强劲-产能满产-订单饱满-库存低位的格局，我们认为该景气趋势未来仍将持续，给中芯国际的成熟工艺平台发展带来广阔空间。

**大陆最大晶圆代工厂商，充分受益国产替代成长红利**

当前国产晶圆制造面临产能不足和先进制程落后两大困境。2019 年我国集成电路贸易逆差达 2040 亿美元，缺口巨大；晶圆制造 56%份额被台积电占据，中芯国际、华

虹集团和武汉新芯合计占比仅 28%，国产替代亟待发展。而中芯国际作为大陆地区规模最大、制程最先进的晶圆代工厂商，可为客户提供多节点多平台晶圆代工服务，市占率全球第四，大陆第一，是大陆具备完整成熟逻辑工艺制程、最先突破且唯一具备 14nm 生产能力的专业晶圆代工厂商，未来有望充分受益于行业空间增长，国产替代加速的成长红利。

**三、投资建议**

根据公司 2020 年第四季度的业绩快报情况，我们调整盈利预测，预计 2020/2021/2022 年公司归母净利为 43.3/45.4/52.9 亿元，对应 PE 为 100/95/82 倍。当前申万半导体指数 PE 为 92 倍，考虑到晶圆代工产业的高景气，以及公司在国内的龙头地位，维持“推荐”评级。

**四、风险提示**

中美贸易摩擦风险、研发进展不及预期风险、新冠疫情影响风险。

**【民生商社交运】飞亚达（000026）2020 年业绩快报点评：名表高增促业绩高增长，内部提效+渠道拓展仍有看点**

**（顾熹闽，分析师 S0100519080001，021-60876718）**

**一、事件概述**

公司 2 月 5 日发布业绩快报，公司预计 2020 年实现营收 42 亿元，同比增长 15%；归属于上市公司股东的净利润 2.9 亿元，同比增长 36%

**二、分析与判断**

**Q4 名表业务预计保持高增，费用刚性带来高业绩弹性**

拆分 Q4 看，公司 Q4 实现营业收入 13 亿元/+35% YoY，归母净利 0.8 亿元/+114% YoY。公司 Q4 收入、利润高增，一方面仍是受益于名表消费的海外回流，10-12 月瑞士对大陆出口腕表同比各增 15%/70%/45%，另一方面自有品牌及楼宇租赁业务预计伴随国内 Q4 疫情平稳有所恢复，叠加成本费用管控逐步加强，业绩弹性释放明显。

**行业集中度提升，公司内部经营提质+外部渠道扩张有望带来优质成长**

疫情背景下，品牌手表及瑞表经销行业的竞争格局正在趋于优化，公司依托行业前二及上市公司地位，在当前高端消费回流趋势下，有望借助资本力量进一步扩张。同时，公司在经营提质方面筹谋已久，盈利质量不断提升。公司自 2017 年以来在门店优化、品牌结构调整上谋篇已久，目前名表业务的品牌结构整体上移，客单显著提升，渠道扩张速度也在加快，业绩弹性未来有望随之放大。自有品牌方面，公司也将通过精简 SKU、门店结构，创新营销等方式，打造国产优质钟表品牌。

**三、投资建议**

我们预计公司 2021-22 年 EPS 各为 0.95、1.13 元。基于我们盈利预测，目前公司 2021-22 年 PE 仅 13、11 倍。我们认为，公司作为国内稀缺的顶级奢侈品销售渠道，成长逻辑将不止于短期的海外消费回流，参考公司过往估值（10 年 PETTM 平均 30X）及中国中免估值（21 年 PE 60X）水平，目前公司估值已处底部，维持“推荐”评级。

**四、风险提示**

渠道拓展低于预期；国内疫情加重导致线下消费受阻；海外消费回流进展低于预期。

## ● 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。