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 5 日

● 客户观点反馈

经历去年大幅上涨，目前行业一线龙头已经不具备性价比，看好当前中高景气二线龙头，有色、军工、基化、电子等。另外当前人民币升值预期稳定，可以关注汇率正贡献的全球原材料周期，内供外销主导下，低出口价格弹性收益的行业及企业。

● 总量观点

【民生宏观】美国大放水，钱究竟流向了何处？

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

拜登提出了1.9万亿元的财政刺激计划

作为拜登“两步走”战略中的第一步，此次计划在原有基础上延长并补充了失业救济、提高了个人救济金额、新增了对州和地方政府的拨款，整体上可以作为对上一轮财政刺激的完善和补充；第二步计划将在基础设施和制造业、创新、研发和清洁能源方面进行历史性的大规模投资。总体来看，拜登的第一步计划集中于疫情救济，第二步计划着眼于经济复苏、气候变化和种族平等。

通过费雪方程式推敲货币放水没有引发通胀的背后原因

一方面伴随着美国社会失业率的升高和居民收入的降低，导致了美国内外需求不足；另外除了M2的增加，货币流通速度也是导致物价增长的重要因素之一，在美国多轮宽松下，货币并没有传导到居民消费上，而是到了股市和楼市里。

重温1985年的“广场协议”和2008年金融危机，体会美国如何运用汇率手段和量化宽松来化解和转移危机

1985年美国同日、德、法、英四国签订广场协议，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，从而实现影响资本流动，改善赤字的效果，在稳定了通胀水平的同时也提高了自身出口竞争力。反观日本却由于流动性过剩，导致了严重的资产泡沫；2008年金融危机以后美国启动量化宽松释放大量流动性，过剩的资金流入中国等新兴市场，造成了输入性通胀。

我们认为美国政府后续会实行宽松的财政政策，并兼顾美元汇率的稳定

前美联储主席耶伦在上周的听证会发表观点称“考虑到债务水平会增加，但在利率处于低位的情况下，最明智的做法就是推出一项大规模刺激计划’’，她还提到“美元汇率应该由市场来决定,不会寻求弱势美元来获得相对优势”。结合拜登的“两步走“计划和疫情因素，美国大概率将在维护美元稳定性的同时加码财政刺激。

风险提示：全球疫情传播持续恶化；疫苗产量不及预期等。

【民生金工】兼广顾深：公募基金抱团现象研究

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

组合方式追踪机构抱团现象

基金抱团现象是指公募基金（以下简称“基金”）的持仓集中于部分相同的股票。被抱团的股票由于受到资金的青睐，会产生超越市场的收益，从而进一步受到资金追捧。A 股历史上出现过多次抱团行为，但并不是每一次抱团都对市场产生了影响。为了追

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】美国大放水，钱究竟流向了何处？

【民生电子】联创电子（002036）：股权激励明确光学高增长，车载 ADAS 镜头爆发在即

踪抱团现象，我们构造抱团股票组合追踪抱团股表现，构造抱团基金组合追踪抱团基金抱团程度。

指标构造，兼顾深度与广度

追踪抱团现象有两个目标，首先是关注被抱团的股票是否有超额收益，其次关注抱团基金的一致程度。因此，我们从股票和基金两个维度对抱团现象进行追踪。计算抱团指标时，我们从深度指标和广度指标两个维度进行计算。深度指标以市值为基础，广度指标以数量为基础。

抱团股票组合追踪抱团股表现

从基金季报中公布的重仓股数据来分析基金最偏好的股票，选出 100 只股票作为抱团股票组合。该组合的表现可以用来追踪抱团股是否能产生超额收益，进而可以考察抱团行为是否影响了市场。回测结果来看，抱团股票组合并不能稳定的跑赢市场。仅在 2012 年-2014 年和 2019 年-2020 年抱团股票组合有显著的超额收益，这也对应了 A 股历史上的两次影响较大的基金抱团现象。行业分布上来看，2016 年以来，食品饮料、医药、电子、计算机、电力设备及新能源、家电等行业占比提升最明显。截至 2020 年第四季度，食品饮料与医药是抱团最为集中的行业。市值分布上来看，抱团股的市值偏好与小市值因子的有效性关系较大。截至 2020 年第四季度，抱团股市值中位数达到 81.48%分位点。

抱团基金组合追踪抱团程度

考察基金重仓股中的每只股票分别由多少只其他基金重仓持有，该指标可以用来衡量该基金与其他基金的重仓相似度，选出相似度指标最高的 20 只基金作为抱团基金组合。该组合的表现可以用来追踪抱团基金的一致程度。若抱团基金组合的收益率截面波动大，则说明抱团基金出现分歧，抱团开始松动。回测结果来看，组合在 2017 年之后开始出现稳定的超额收益，并且在 2019 年开始加速。分离度指标来看，当机构抱团并产生显著的超额收益时，每一次分离度的上升都会使抱团基金组合出现波动。截至目前，抱团基金分离度处于历史高位。

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。

● 个股观点

【民生汽车】比亚迪发布1月产销快报事件点评：新能源驱动业务增长，新车型销量可期

（邓健全，分析师 S0100519110001，　0755-22662070）

一、事件概述

2 月 3 日，比亚迪发布汽车产销量快报，1 月整车产量约 4.7 万辆，同比增速达 87.3%；销量超 4.2 万辆，同比增长 68.44%。其中，新能源乘用车销量约 2.0 万辆，同增 183.1%；新能源商用车销量为 307 辆，同增 171.7%；燃油车月销售 2.2 万辆，同比增速约 23.2%。

二、分析与判断

整车销量持续增长，新能源业务受补贴退坡影响小

公司整车销量保持增长态势，1 月汽车销量约 4.2 万辆，同增 68.44%；新能源汽车作为公司整车销量增速的主要驱动力，1 月销量超 2.0 万辆，较去年同期增长约 182.88%，较上月环比减少约 30.0%。受益于汽车行业景气度回升及国内疫情控制得当，新能源车销量同比增速较高受补贴退坡政策影响，新能源销量环比增速为负。

新车型平价与高性能双管齐下，插混销量增长可期

自比亚迪旗舰轿车“汉”于 2020 年 7 月上市以来，新能源乘用车销量持续高增，2021 年，公司新能源业务不负众望，1 月纯电动汽车销量超 1.4 万辆，同比增速达 181%；插电式混合动力汽车销量约 5400 辆，同比增长超 188%。后续，比亚迪汉凭借其技术硬实力有望持续热销，并且随着搭载 DM-i 超级混动系统的比亚迪全系王朝插混乘用车陆续上市，新车型的超高性能及其较同级别燃油车的显著价格优势有望带动公司插混汽车继续实现销量的快速增长，进一步抢占燃油车市场份额，推动国内燃油车到 PHEV 再到 EV 的过渡过程。

高端车型项目筹建中，品牌上浮战略成长路径强化

2 月 3 日，比亚迪组织架构调整方案的公布证实了公司打造高端品牌项目的计划。目前，公司已拥有主打低成本的 e 网系列纯电动小车、定位中端客户群的王朝系列车型。随着高端品牌项目的落地，公司有望打破消费者认知中的固化品牌形象，进一步强化品牌上浮的战略成长路径；公司产品结构将有所改善，车型定位会更加清晰，全面覆盖低中高端市场，整车销量有望维持快速增长态势。

三、投资建议

公司新能源业务驱动整车销量维持增长态势，搭载 DM-i 新车型平价与高性能双管齐下，公司插混市场份额有望继续攀升；高端品牌项目落地有望改善品牌结构，实现低中高端全市场覆盖。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.46、1.93、2.45 元，对应当前股价 PE 为 180、136、107 倍，目前公司企业价值/收入为 5.5 倍，优于行业平均值 14.3 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情控制不及预期，行业复苏不及预期，新车型销量不及预期。

【民生电子】联创电子（002036）：股权激励明确光学高增长，车载 ADAS 镜头爆发在即

（王芳，分析师 S0100519090004， 021-60876730）

一、事件概述

2021/2/3 公司发布限制性股票激励草案，拟授予激励对象 1,578.5 万股，占总股本 1.51%。

二、分析与判断

核心员工激励到位，解锁目标明确光学高增长

本次股权激励涵盖高管团队以及核心技术人员 360 人。本次激励分三次解锁，21-23 年分别解锁 30%/30%/40%，解锁目标为 2021-2023 年公司营收分别不低于 80、100、120 亿元，其中光学产业营收分别不低于 26、45、60 亿元，彰显管理层对未来成长信心。本次激励预计摊销费用 21-24 年分别为 0.35、0.24、0.11、0.02 亿元。

光学业务高歌猛进

公司此前预告 20 年营收 72—78 亿，同比增长 18%-28%，实现净利润 1.34 亿—2 亿元，同比下降 25%—50%，主要由于应收账款计提，研发投入增加和新冠疫情等因素影响了约 2 亿元净利润。其中，光学业务继续高歌猛进，手机光学收入同比增长 56%，车载光学收入同比增长 123%。

车载 ADAS 镜头卡位 Tesla、蔚来，加速增长在即

公司在非球面镜头领域全球领先，模造玻璃产能全球第二，运动相机镜头销量全球第一，玻璃镜头已成功新开拓华为、大疆等客户。汽车 ADAS 镜头为行业领先，切入多家知名 tier1，终端车企切入特斯拉、蔚来等。其中特斯拉 Model 3 采用 8×120 万像素摄像头（含 3 个前视 ADAS 摄像头），蔚来 ET7 采用 11×800 万像素摄像头，随着智能驾驶放量，车载摄像头近 600 亿蓝海开启，公司今年起收入有望加速。

三、投资建议

预计 2020～2022 年归母净利润分别为 1.7、4.1、5.5 亿，对应估值分别为 62/26/19 倍，参考 SW 电子 2021/2/3 最新 TTM 估值 50 倍，考虑到公司卡位车载摄像模组，业绩增长加速在即，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

四、风险提示

大客户出货量不及预期、中美贸易摩擦加剧、疫情控制不及预期。

● **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。