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 2 日

● 客户观点反馈

客户表示年前资金流动性紧张，短期偏谨慎，但流动性收紧不必过于担忧，大概率不会出现趋势性下跌的行情，看 3500-3600 上下震荡。重点关注受益经济复苏的顺周期行业，对军工和新能源长期看好，另外重视南下资金布局港股的机会。

● 个股观点

【民生食饮】重庆啤酒（600132）：资产注入年内顺利完成，盈利能力有望持续提升

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

一、事件概述

1 月 29 日公司发布 2020 年业绩预告，预计全年实现法定披露归母净利润 9.85~11.17 亿元，与上年法定数据比+50%~+70%，与上年追溯数据比-6%~+7%。实现备考归母净利润 7.49~8.81 亿元，与上年法定数据比+14%~34%，与上年备考数据比-5%~11%。归母扣非净利润（法定披露数据）3.82~5.14 亿元，同口径-14%到 16%。

二、分析与判断

产品矩阵完善、高端产品占比提高预计推动同口径下主业利润实现增长

以 2020 年法定披露数据与 2019 年追溯重述数据比较，归母净利润同比增速为-6%~+7%；以 2020 年备考报表数据与 2019 年备考报表数据比较，归母净利润增速为-5%~+11%。我们预计同口径下公司利润同比保持稳健增长，主要是：（1）公司持续实施产品高端化战略，中高档及以上产品销量结构占比持续提升，每百升主营业务利润改善。（2）公司积极开展生产卓越化项目和运营成本管理项目：成本费用得到节约；（3）受宏观减税降费政策影响，公司盈利能力得到强化。

2020 年前三季度，公司高档/主流/大众产品收入占比为 21.86%/66.88%/11.26%，同比分别+6.97ppt/-4.84ppt/-2.12ppt，高端化趋势明显。目前公司拥有 10 个品牌，其中 5 个是国际品牌，5 个是本地强势品牌，产品矩阵覆盖完整。随着嘉士伯在中国地区啤酒业务的全面注入，公司中高端产品占比有望进一步提升。

合并报表是法定披露数据同比大增的主要原因，2021 年将完全并表

2020 年公司法定披露归母净利润为 9.85~11.17 亿元，同比+50%~70%，主要是 2020 年 12 月公司完成重大资产重组，标的公司业绩纳入合并范围，影响金额约为 5.5 亿元。2020 年并表的标的公司包括嘉士伯（中国）啤酒工贸有限公司、嘉士伯啤酒企业管理（重庆）有限公司、嘉士伯啤酒（广东）有限公司、昆明华狮啤酒有限公司、新疆乌苏啤酒有限责任公司和宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司。法定披露口径下，上市公司向控股子公司重庆嘉酿注入资产对应业绩在 2019、2020 年度仍按原享有比例（100%）（而非实际持股比例 51.42%）计入归属上市公司股东净利润；2021 年起该业绩将按上市公司对重庆嘉酿持股比例（51.42%）计入归属上市公司股东净利润。

并表完成后嘉士伯全面深化与公司合作，中长期业绩有望稳健增长

重大资产重组完成后嘉士伯与公司合作将进一步内部化，直接影响包括：（1）2021 年关联交易金额将快速下降；（2）嘉士伯增补在供应链及法律事务方面具有深厚背景的董事，强化对公司相关事务的管控。总体策略上，未来公司将通过市场调研等方式前瞻性地预测市场空间，并不断抢占、开拓新市场，同时兼顾经营效率；公司**将**

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】疫情导致 PMI 小幅回落，但仍处于扩张区间

【民生有色】紫金矿业（601899）：业绩稳定增长，2030 规划彰显公司信心

【民生有色】赣锋锂业（002460）公告点评：销量增加+投资收益确认带来业绩大增

【民生消费者服务】中国中免（601888）中国中免 2020 年业绩快报点评：政策+租金减免推动利润高增，成长边界有望进一步打开

持续推进国际品牌和本地品牌的高端化，从而保持业绩的稳定增长。

三、盈利预测与投资建议

2020 年 12 月公司完成重大资产重组，我们根据业绩预告调整此前盈利预测。预计 2020-2022 年公司实现收入 101.73/115.15/121.27 亿元，同比+184.0%/+13.2%/+5.3%；实现归母净利润 10.90/12.21/13.35 亿元，同比+66.0%/+12.0%/+9.3%，折合 EPS 为 2.25 元/2.52 元/2.76 元，对应 PE 为 60/53/49 倍。2021 年啤酒板块整体预期估值为 48 倍，公司估值略高于板块平均水平。我们认为交易完成后公司生产效率将得到持续提升，未来业绩增速将有望快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情反复导致需求不及预期、原材料成本价格异常上涨、食品安全风险等。

【民生化工】海优新材（688680）业绩预告点评：业绩高增长，市占率与盈利能力有望双升

（于潇，分析师　S0100520080001，021-60876734）

一、事件概述

1 月 29 日，公司发布 2020 年业绩预告：预计 2020 年实现营业收入 14.5-15 亿元，同比增长 36.38%-41.08%；实现归母净利润 2.1-2.3 亿元，同比增长 214%-243.9%；实现扣非后归母净利润 2-2.2 亿元，同比增长 214%-243.9%。

二、分析与判断

受益光伏胶膜量价齐升，公司业绩大幅增长

公司主营产品为光伏胶膜，2020 年销量与 ASP 双升是公司业绩大幅增长的主要因素。2020 年公司产能由年初 1.44 亿平米扩至年末约 2.4 亿平米，公司扩产受疫情影响，扩产时间集中在 2020 年下半年，整体销量有所增长。由于光伏终端需求旺盛叠加胶膜上游原材料紧张，全年光伏胶膜价格整体呈上涨趋势。

光伏胶膜是较为优质的“赛道”，预期公司未来市占率有较大提升

光伏胶膜属于相对轻资产行业，扩产较快、ROE 较高，同时技术路线变化较小，主要壁垒在于下游客户认证以及规模带来的成本优势，属于较为优质的“赛道”。目前光伏胶膜行业格局呈“一超两强”状态，福斯特是行业龙头，2019 年市占率 50%左右，其次是公司与斯威克，2019 年市占率均在 11%左右（公司略高）。由于行业龙头市占率已达到 50%的较高水平，随着组件环节集中度的提升，组件龙头培养二供诉求增加。公司目前处于行业龙二位置，并率先在科创板上市取得先机。随着上市后融资能力增强、扩产幅度加快，预期未来市占率会有较大提升。产能方面，公司目前产能约 2.4 亿平米，随着 IPO 募投 1.7 亿平米项目及其他项目建成，未来产能预计在 6 亿平米以上，**我们预期公司未来市占率有望达到 25%以上水平。**

未来公司盈利能力有望上一个台阶

融资能力增强、扩产带来规模化优势、产品结构改善将共同助推公司盈利能力上台阶。

公司 2018、2019、2020H1 毛利率分别为 13.9%、14.92%、20.84%，呈逐年上升趋势，但距离行业龙头福斯特毛利率仍有一定差距（分别为 19.67%、20.36%、24.57%），主要原因在于：（1）资金压力影响原材料采购价格与产品销售价格（收付款周期价格折让）；（2）规模优势不明显，原材料采购价格略高。此外，公司融资成本较高，财务费用占营业收入比例在 1%-1.5%之间，福斯特财务费用基本为 0。随着 IPO 后融资能力增强以及大幅扩产带来的规模化优势，公司盈利能力有望向龙头靠齐。

此外，毛利率更高的白色 EVA 与 POE 销售占比提升，亦将进一步提升公司盈利能力。

三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.17、4.34、7.47 亿元，同比分别增长 223.8%、100.3%、72.2%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 66、33、19 倍。参考 CS 光伏产业当前 57 倍 PE（TTM），行业可比公司福斯特 2021 年 PE 为 43 倍。行业空间广阔、公司成长较快，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏需求不及预期，竞争激烈导致产品价格过快下跌，原材料大幅涨价。

【民生汽车】骆驼股份（601311）2020 年逆势增长，疫情之后高增长

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

一、事件概述

1 月 29 日晚间，骆驼股份发布 2020 年业绩预报，预计 2020 年全年实现净利润 7.03 亿元~7.63 亿元，同比增长 18.11%~28.19%；预计扣非净利润为 5.59 亿元~6.19 亿元，同比增长 18.11%~28.19%。

二、分析与判断

疫情影响之下，全年业绩逆势增长

汽车行业受到疫情影响较大，根据中国汽车工业协会数据，仅有 4.4%的企业在 2 月 10 日前复工，2 月中国汽车产量仅为 28.5 万辆，环比下降 84%。公司一季度业绩也受到疫情影响，净利润为 5789.64 万元，同比下降 64.79%。公司全年业绩逆势增长 20%左右，我们认为一方面得益于规模效应，作为行业领军企业，公司配套领域份额超过 40%，产销量在疫情影响下逆势提升；另一方面，公司配套领域的优势带动零售市场，随着销售渠道下沉、客户结构优化，在启停电池、启动电池市场市占率稳步提升。

疫情之后，20 Q4 业绩延续 Q3 高增长

2020 年公司预计实现净利润 7.03 亿元~7.63 亿元，可以推测 20Q4 预计实现净利润 2.52 亿元~3.12 亿元，同比增长 46%~80%，延续了 Q3 的超高增速。我们认为高增长延续主要益于 1）疫情影响下，20Q1、Q2 需求释放延后至 Q3、Q4。2）海外疫情反复之下，公司产品海外需求旺盛，上半年同比增长 39%。3）新产品 48V 启停锂电池放量。

推荐逻辑：蓄电池行业龙头，扬帆再启航

公司是国内蓄电池龙头企业，主要产品为汽车起动电池、启停电池。2020 年公司配套市场份额高达 43%有望带动零售稳步增长；海外疫情反复之下，全球汽车巨头寻找稳定供应链，公司供给稳定，马来西亚工厂陆续投产，有望打开海外市场；公司新产品 48V 启停锂电池处于放量阶段，根据 HIS 预测未来五年我国 48V 需求端复合增速将超过 85%。

三、投资建议

结合公司业绩预告，我们调整此前的盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.66/0.80/0.94 元，对应当前股价 PE 分别为 13/11/9 倍，Wind 电器设备行业平均 PE 为 25 倍，考虑到公司作为行业领军企业，零售市占率有望稳步上升，海外市场潜力巨大，新产品处于放量阶段，预计长期业绩增长高于行业平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

宏观经济及车市复苏不及预期；新产品销量表现不及预期；海外销售不及预期；行业竞争加剧等。

【民生电子】深科技（000021）：存储国产替代持续进阶，沛顿助力公司深度受益

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

产能扩张毛利率提升，带动经营业绩大幅增长

21 年 1 月 28 日，公司公告 2020 年实现归母净利润 8.2-9.4 亿元，同比大增 133-167%，实现扣非归母净利润 3-4.2 亿元，同比大增 89-165%，若剔除汇兑损失影响，预计扣非净利润约为 5–6.10 亿元，同比大增 214-283%。按业绩预告中值计算，公司 Q4 单季实现归母净利润 4.34 亿元，同比大增 443%，环比增长 71%。主要因报告期内，公司持续深化与全球行业战略客户合作，加大创新力度，提高运营效率，产品综合毛利率提升，叠加存储半导体及高端制造等业务市场需求强劲，存储芯片封测产能持续扩

张，带动了公司经营业绩增长。

中国电子核心企业，深耕电子制造行业超30年

公司拥有 30 多年电子产品先进制造经验。目前，公司在深圳、苏州、东莞、成都、马来西亚等地均设有产业基地，在日本设有研发中心，在美国设有新产品导入中心，重庆智能制造基地占地约 700 亩。公司已拥有完善的产业布局，贴近大客户生产提高整体运营效率和成本优势。公司业务已形成聚焦发展半导体封测与模组、高端制造和自主品牌（计量系统）三大产业领域，子公司沛顿的封测业务是公司的主要增长亮点。

收购沛顿迈入全球存储器封测第一梯队

2015 年 9 月，公司完成对全球顶级存储器封测厂沛顿的收购。沛顿拥有 16 年的封测量产经验，是国内唯一具备高端内存存储器封测能力的内资企业。沛顿产品中 DRAM 占比约 60%，Flash 占比约 40%，月产量达到 5000 万颗。目前公司的 DDR3、DDR4 产品已经比较成熟，同时具备下一代 DDR5 的技术储备。在迭代技术方面，16 层的迭代已经量产，还具有 24～26 层级的多层堆叠封装工艺技术，并有相应技术储备。从 2017 年到 2019 年，沛顿营收实现跳跃式增长，从 2.77 亿元增至 10.67 亿元，CAGR 为 96.26%，2020H1 沛顿实现净利润 0.75 亿元，同比增长 108.8%。

存储国产化替代持续进阶，公司有望深度受益

2019 年，全球半导体市场规模 4183 亿美元，存储器市场规模约为 1100 亿美元，占比 26%，为第一大市场。其中，DRAM 和 NAND 分别占全球存储器市场的比例为 56%和 42%。我国是全球第一大 DRAM 和第二大 NAND 市场，占全球的比例为 43%和 31%。而存储芯片的国产化率仅为个位数，2019 年我国集成电路进口额超 3000 亿美元，其中存储芯片约占 1/3，国产替代空间广阔。公司是国内唯一具有从高端 DRAM/Flash/SSD 存储芯片封测到模组、成品生产的完整产业链企业，产品技术、制造工艺与世界先进水平同步，客户包括全球第一大独立内存制造商金士顿、希捷和西部数据等。合肥长鑫+长江长存引领存储国产替代，规划营收规模均在千亿元以上，深科技作为国内存储器封测龙头，有望成为最大受益标的。

大基金入股沛顿存储加码存储封测和模组制造，有望贡献显著增长弹性

20 年 4 月公司公告，子公司沛顿与合肥经开区签署《战略合作框架协议》，将投建 IC 先进封测和模组制造项目，总投资不超过 100 亿元，20 年 10 月公司公告设立合资公司沛顿存储，加码存储封测和模组制造，其中深科技全资子公司沛顿科技、大基金二期、合肥经开投创和中电聚芯分别出资 17.1/9.5/3/1 亿元，持股 55.88%/31.05%/9.8%/3.27%，深科技拥有绝对控股权，该项目总投资 30.67 亿元将建设包括 DRAM 存储芯片封测/存储模组/NAND Flash 存储芯片封装业务，全部达产后月产能分别为 4800 万颗/246 万条/320 万颗，建设期 3 年。预计 20 年 10 月的公告项目为合作框架协议的一期项目，按该项目达产后年产值 28.63 亿元，投资额占比 30.67%计算，若 100 亿元总投资全部落地，有望带来增量营收 93.35 亿元，占 2019 年公司营收的 70.59%，有望贡献显著增长弹性。

投资建议

当前存储器的国产化率仅为个位数，国产替代需求迫切、空间广阔。深科技作为国内技术最先进的存储器封测龙头，有望成为最大受益标的，与大基金等股东合资成立的沛顿存储达产后有望贡献显著增长弹性。根据公司 2020 年业绩预告披露情况，我们调整盈利预测，预计 2020/2021/2022 年公司归母净利润分别为 8.5/10.3/13.4 亿元，对应 PE 分别为 36/29/23 倍，对应 PB 分别为 3.9/3.4/3.0 倍，根据申万半导体行业平均 95 倍 P/E 估值，维持“推荐”评级。

风险提示

行业竞争加剧、疫情抑制下游需求、产能释放不及预期。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，疫情反复，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。