民生证券研究院

会议纪要/晨会

# 晨会纪要

晨会纪要 2021 年 1 月 25 日

## ● 客户观点反馈

客户认为 A 股市场的牛市三级驱动已经开启，在二级驱动的业绩改善明显的情况下，情绪驱动将成为主导。随着疫情延展，短期内大金融，医疗医药值得关注。全年仍以科技和消费为主旋律。

## ● 总量观点

**【民生宏观】当前股市和楼市有什么特征？**

**（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）**

**2020 年 A 股呈现四大特征**

2020 年 A 股有四大特征，第一个是流动性驱动的牛市，社融增速大幅提升与股市走牛几乎同时发展。第二个是”赛道”化，主要是成长股和消费股在上涨，其中白酒、电新、军工、医药等板块上涨最明显。第三是抱团化，2020 年下半年大盘指数明显跑赢中小盘指数。第四是经常经历事件驱动型行情，比如 1-2 月新冠疫情驱动了医药和口罩概念股走牛，9-10 月拜登交易驱动了新能源股走牛，11-12 月新冠疫苗驱动了顺周期行情。

**大类资产配置需要抓宏观主线**

我们认为做宏观策略最重要的是抓宏观主线，典型的比如 2017 年宏观主线是供给侧改革和金融去杠杆，2018 年是实体去杠杆和中美贸易摩擦，2019 年是稳杠杆和中美关系缓和，2020 年是新冠疫情和美国大选，2021 年很可能是新冠疫苗和拜登时代。不同的宏观主线会带来不同的投资机会，无论是股、债、商、汇的走势均跟全球经济变动密切相关。

**2021 年价值股迎来配置价值**

价值股与经济基本面关联较大，历史上来看，当经济向好、货币边际收紧的时期，价值股通常有较好表现，典型的比如 2007 年和 2017 年。2021 年来看，我们预计上半年出口有望继续带动经济走强，下半年消费有望接力出口成为经济驱动项。另一方面，我们预计信贷社融增速从 13%以上回落到 11%左右。宏观场景比较符合“经济走强、货币边际收紧”的特征，我们预计价值股会迎来盈利修复的行情。

**楼市和股市一样越来越”赛道”化**

纵观近二十年来楼市历史，几乎每次房价上涨背后都有货币宽松的影子。2006、2009、2013、2015 年的货币宽松均驱动了股市和楼市的上涨，但前两次和后两次货币宽松产生的驱动有所不同。前两次货币宽松，导致股市和楼市出现全面性上涨；后两次宽松，股市更多是成长和消费走牛，楼市更多是一线城市涨幅＞二线城市房价＞三线城市房价，股市和楼市均出现大分化的现象。在存量经济背景下，前景更好、确定性更强的一线房产更受资金追捧。

**风险提示：**美联储超预期收紧货币政策、疫苗普及不及预期、社融增速超预期等。

**【民生金工】大小盘分化明显，Alpha环境稳步回升**


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】当前股市和楼市有什么特征？

【民生金工】大小盘分化明显，Alpha 环境稳步回升

【民生有色】基金 Q4 增仓明显，继续看好锂钴、稀土

【民生电新】大众 ID.4 开始预售，硅料价格连续六周上行

【民生食品饮料】恒顺醋业（600305）动态报告：变革举措持续落地，成长拐点将至

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，18761658761）

**报告摘要：**

**上周市场表现：指数震荡加剧，大小盘分化明显**

上周各宽基指数震荡加剧，大小盘分化明显。上证综指上涨 1.13%，上证 50 上涨 0.75%，沪深 300 上涨 2.05%，中证 500 上涨 3.43%，创业板指上涨 8.68%。各宽基指数均为看空观点，择时观点趋于谨慎。

行业估值方面，有色金属、电力设备及新能源、汽车、商贸零售、消费者服务、家电、医药、食品饮料、交通运输、电子、计算机处于估值分位数“危险”等级；电力及公用事业、建筑、农林牧渔、房地产处于估值分位数“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，近期出现明显上升趋势。截止至 2021 年 1 月 22 日，股票型基金测算仓位为 88.44%，其中大盘组合持仓测算仓位平均值为 59.84%，小盘持仓测算仓位平均值为 28.60%。

**量化市场跟踪：横截面波动率高位震荡，流动性因子表现不佳**

月度与周度横截面波动率均高位震荡，近期 Alpha 环境稳步回升。日度横截面波动率处于震荡上行态势。近一个季度的横截面波动率均值处于历史中等分位数，整体 Alpha 环境持续回暖。

大类因子表现来看。对数市值因子获得收益-0.64%，非线性市值因子上周获得收益-0.50%，表现为小市值效应。动量因子表现较好，获得收益 1.66%，市场动量效应明显。Beta 因子表现较好，获得收益 0.68%。盈利因子出现回撤，获得收益-0.47%。其余因子表现一般。

从大小盘风格表现来看,各股票池均表现为明显的大市值效应。从盈利能力角度来看，上周盈利能力类因子在沪深 300、中证 500 股票池中表现优异，相关因子排名靠前。换手率与波动率因子在沪深 300 股票池中表现一般。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一般，净资产增长率因子、净利润增长率因子在各行业内表现优异，仅在建筑材料、房地产、建筑装饰行业出现回撤；每股经营利润 TTM 因子、每股净资产因子表现一般。市值风格上，各行业均表现分化，建筑装饰、休闲服务行业小市值效应明显。估值类因子中，EP 因子与 BP 因子均出现回撤，表现为成长效应。动量类因子在各行业表现分化，采掘、家用电器等行业动量效应明显。残差波动率因子与流动性因子表现不佳，在各行业均出现回撤。

**PB-ROE-50 组合跟踪**

上周 PB-ROE-50 组合在中证 500 股票池中表现持续稳定，获得超额收益 1.41%。今年以来获得超额收益 2.65%。

**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

**【民生有色】基金 Q4 增仓明显，继续看好锂钴、稀土**

**（方驭涛，分析师 S0100519070001，15021817583）**

2020Q4 有色行业重仓股市值占基金投资市值的 1.63%，环比 2020Q1 的 0.85%上升 0.79 个百分点。细分板块以铜、锂、钴为主要持仓，其中锂钴铜板块增仓明显，金银、铝、其他金属板块仓位回落，铅锌锡小幅增仓，稀土基本持平。个股方面，持仓市值前十主要为紫金矿业、赣锋锂业、华友钴业、雅化集团、寒锐钴业等。Q4 环比增持

前十个股主要为华友钴业、天山铝业、寒锐钴业、盛新锂能、雅化集团等。持续看好锂钴和铜金板块，继续推荐紫金矿业、赣锋锂业、雅化集团、华友钴业，关注盛新锂能、赤峰黄金。

**本周观点**

**基本金属：**上周国内基本金属涨跌分化，铜、锌、镍分别下跌 0.71%、2.65%、0.66%；铝、铅、锡分别上涨 0.30%、0.94%、5.70%。铜：1 月冶炼厂检修增加，供给下滑；需求端铜板带箔订单稳定，但电力电缆淡季需求减弱，地产、基建项目逐步假期停工，短期铜价震荡。铝：本周电解铝库存微降至 66.9 万吨；本周铝加工企业开工下滑 1.4pct，铝型材需求继续下降，铝箔需求仍较强，下周假期临近，开工率或将继续下滑，铝价短期震荡。推荐紫金矿业、神火股份；加工股推荐明泰铝业、云海金属。

**贵金属：**上周贵金属价多数上涨。COMEX 黄金下跌 1.40%，伦敦金上涨 0.74%，SHFE 黄金上涨 0.78%。COMEX 白银上涨 2.81%，伦敦银上涨 0.30%，SHFE 白银下跌 0.13%。伦敦钯下跌 1.20%，伦敦铂上涨 0.74%。耶伦呼吁大规模财政刺激，但不寻求以压低美元获得优势，美债收益率上行，美国经济短期继续恢复的预期或仍压制金价，预计黄金维持震荡。依然看好 2021H1 通胀上行，中期看多金价。美元长期弱势（美国经济相对优势减弱、美元超发）+利率长期低位+通胀预期上行逻辑不变，维持贵金属长期上行判断。推荐紫金矿业、山东黄金、恒邦股份、银泰黄金、盛达资源，关注赤峰黄金。

**小金属：**钴锂大涨、镨钕镝铽继续上涨。国内外新能源需求持续改善，继续看好上游资源。锂：供给扰动+磷酸铁锂需求旺盛，碳酸锂持续上行，持续看好赣锋锂业、雅化集团，关注盛新锂能。钴：南非疫情影响+收储预期，成本支撑明显，继续看好 3C+动力需求恢复，无钴电池进展不及预期，钴价中枢逐步上移，持续推荐盛屯矿业、华友钴业，关注洛阳钼业。看好航空航天进入景气周期，推荐高端钛材放量的宝钛股份。镨钕镝铽继续上涨，新能源需求旺盛，现货紧缺，价格有望继续走强，关注北方稀土。

**月度组合**

1 月组合：紫金矿业（25%）、赣锋锂业（25%）、雅化集团（25%）、云海金属（25%）。1 月组合上涨 16%，中信有色上涨 12.36%，沪深 300 上涨 8.92%。

**风险提示：**需求回暖不及预期、供给超预期释放、政策不确定性增强。

**【民生电新】大众 ID.4 开始预售，硅料价格连续六周上行**

**（分析师：于潇，S0100520080001，021-60876734）**

**上周板块行情**

电力设备和新能源板块上周上涨 10.21%，涨幅领先大盘。其中，上周光伏板块 12.94%、发电设备 10.73%、工控自动化 9.71%、风电板块 8.34%、锂电池指数 7.10%、新能源汽车指数 4.69%、核电板块 2.18%。

**新能源汽车：大众 ID.4 X 公布售价，优质车型供给有望刺激需求高增**

上汽大众 ID.4 X 公布售价，综合补贴后 19.99 万起，首批国产 Model Y 已陆续交付，戴姆勒等国际一线车企的纯电动车型今年也将放量，预计今年中国和欧洲电动车市场将迎来共振，均有望实现 200 万辆以上销量，给国内供应商带来较大业绩弹性，建议布局进入海外供应链的动力电池及材料龙头。

**新能源发电：硅料价格反转连续六周上行，板块景气度持续高企**

根据硅业分会数据，上周单晶致密料成交均价 8.80 万/吨，环比增长 3.41%，是继硅料价格触底反弹以来的连续六周上涨。2021 年硅料供需持续紧张，是景气度最好的

环节，预计全年均价 8.5 万/吨，乐观预计 9 万/吨。推荐硅料龙头通威股份、特变电工。12 月风电、太阳能新增装机 47.05GW、22.30GW，同比大幅增长约 407%、84%。全球脱碳趋势明确，风光加速由辅助能源向主力能源转变，预计板块景气度有望持续高企。

**工控及电力设备：制造业投资持续回升，工控行业需求旺盛进口替代加快**

12 月制造业 PMI 为 51.9%，环比下降 0.2%，连续 10 个月位于扩张区间，工控下游需求较好，我们预计四季度行业快速增长仍将延续，考虑到工控行业周期性，预计有望持续到明年。国产工控龙头品牌具有较好的产品性价比和本土化优势，进口替代将加速推进。

**本周建议关注**

当升科技：三元正极材料龙头，海外客户加速放量。
汇川技术：工控龙头市占率加速提升，新能源汽车动力总成快速放量。
孚能科技：软包电池龙头即将供货戴姆勒，国内外车企客户快速突破。
隆基股份：硅片及组件份额快速提升，产能扩张加速推进。
通威股份：硅料业务供需紧平衡，大尺寸电池片带动盈利提升。

**风险提示：**全球疫情持续时间超预期，政策不达预期，行业竞争加剧致价格超预期下降。

## ● 个股观点

**【民生食品饮料】恒顺醋业（600305）动态报告：变革举措持续落地，成长拐点将至**

**（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）**

**报告摘要：**

**本轮变革是否具有持续性与有效性？**

2020 年恒顺开启全面变革，部分投资者担忧本轮变革的持续性与有效性。在本轮变革一周年之际，我们梳理了相关变革举措的落地情况，认为本轮变革力度、维度均属于空前，并在终端得到良好执行，在经历了 20Q1-Q3 过渡期之后，预计 20Q4 收入环比提速，初步验证此次变革的成效。

**持续性：营销+渠道+产品，变革仍在有序推进**

我们认为本轮变革力度、维度均属于空前，触及制度、操作等多个层次：（1）营销：2020 年将四大战区细分为八大战区（不含本部），实现费用权与用人权的下放，有利于业务开展的精细化与激发前线人员积极性；（2）销售人员：重点对基层人员提薪，同时细化考核指标；（3）渠道：提高一级经销商返点，同时变“返货”为直接返还现金；（4）产品：集中资源聚焦醋、料酒及酱料，推出手工醋、百花黄酒等新品；（5）品牌：进一步加强品牌营销力度，过去侧重于产品营销，今后将营销重心聚焦于品牌营销。随着时间的推移，我们对公司更加细化的变革措施持乐观态度。

**有效性：成长拐点将至，收入与利润均有望提速**

在经历了 2020 年前三个季度的变革过渡期之后，我们认为恒顺有望迎来成长拐点，预计 20Q4 收入环比提速至 20%，从而实现全年收入增速 12%的目标。展望 2021 年，收入端，我们判断变革将步入深化期，在营销战区进一步细化、渠道激励力度加大、销售人员薪酬提升的推动下，公司营收将直接受益，有望边际提速至 15%以上，显著高于此前 10%的中枢水平。利润端，虽然变革前期需投放大量费用以进行配合，但我们认为公司仍可通过优化产品结构、提升管理效率等多项措施来对冲费用增加，以实现毛销差以及净利率的稳定甚至是边际提升。

**投资建议**

预计 20-22 年公司实现营业收入为 20.54 亿元/23.99 亿元/27.66 亿元，同比 +12.1%/16.8%/15.3%；实现归母净利润为 3.48 亿元/4.08 亿元/4.82 亿元，同比 +7.3%/17.2%/18.0%，折合 EPS 为 0.35 元/0.41 元/0.48 元，对应 PE 为 74X/63X/53X。公司估值低于 2020 年调味品可比公司预期平均估值的 85 倍（Wind 一致预期，算数平均法）。考虑到公司变革系列举措有望推动未来业绩持续提速，维持“推荐”评级。

**风险提示：**变革效果不及预期、部分原材料价格上涨、食品安全风险等。

- **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。