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 14 日

● 客户观点反馈

客户表示最近抱团风格较为极致，客户依然认为科技和消费服务拥有较好投资机会。不论短期市场预期是否过高而可能导致暂时缺乏绝佳机会，长期而言科技和消费能够提供较为卓越的投资者回报，其核心还是在于这两个行业能够形成竞争优势，如科技领域的规模效应、网络效应、消费者粘性、技术壁垒等，而消费服务业中的消费者粘性、区域规模效应等。对这两个行业的选择本质上是相信只有建立一种对新进入者相比存量厂商而言更加困难的竞争局面，才能有望获得长期的价值创造。

● 总量观点

【民生宏观】社融收缩了，信贷仍然坚韧——12 月金融数据点评

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

一问，信贷数据为何略高于预期？

12 月新增人民币贷款 12600 亿元，相比去年同期多增 1200 亿元，高于市场预期的 12075 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 5500 亿元，相比去年同期多增 1522 亿元，随着制造业投资逐步改善，制造业中长期贷款逐渐成为信贷拉动项。居民中长期贷款新增 4392 亿元，同比减少 432 亿元，在楼市调控趋严的情况下，居民房贷有所限制，拖累居民中长期贷款。企业短期贷款新减 3097 亿元，同比减少 3132 亿元，是信贷最大拖累项。去年疫情期间央行通过结构性货币政策工具向中小微企业提供大量流动性，随着疫情得到控制，这部分结构性货币政策预计会有序退出，未来几个月企业短期贷款仍有减少空间。居民短期贷款新增 1142 亿元，同比减少 493 亿元，由于 12 月我国大部分地区气候偏冷，对居民消费造成冲击。票据融资新增 3341 亿元，同比多增 3079 亿元，是信贷拉动项。非银贷款新增 1322 亿元，同比多增 656 亿元。总体来看，12 月信贷规模略有增加，且信贷质量也在改善，企业中长期贷款占比在增加，企业短期贷款占比在下降，有利于改善银行资产质量，提升固定资产投资规模。

二问，社融数据为何低于预期？

12 月社融新增 17200 亿元，低于市场预期的 21780 亿元。分结构来看，非标融资同比多减 5920 亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，2021 年非标压降规模预计为 2 万亿元左右，这意味着未来非标压降速度有所加快。具体来看，委托贷款减少 559 亿元，同比少减 757 亿元；信托贷款同比减少 4601 亿元，同比多减 3509 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票减少 2216 亿元，同比多减 3167 亿元，2020 年未贴现银行承兑汇票一度是社融拉动项，随着疫情逐渐得到控制，预计未来未贴现银行承兑汇票将有所下降。12 月企业债新增 442 亿元，同比少增 2183 亿元，继续成为社融拖累项，这有两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系若干信用违约事件冲击市场信心，导致一部分信用债取消发行计划。12 月股权融资新增 1125 亿元，同比多增 693 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 7156 亿元，同比多增 3418 亿元，继续成为社融最大拉动项。总体来看 12 月社融增量低于预期主要原因系非标压降加快和企业债发行规模缩量所致，根据我们之前预测，2021 年非标和企业债净增规模都将低于 2020 年，因此未来这两项或将继续成为社融拖累项。

12 月社融增速与我们预期较为匹配

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

【民生银行】行业动态报告：社融增速再次回落，紧信用利好银行行情

12 月社融增速与我们之前预测基本匹配，信贷结构和社融结构也与我们预测较为吻合（企业中长期贷款占比提升、企业短期贷款占比下降、非标压降增加、企业债发行规模减少）。未来来看，社融增速或出现双拐点结构，由于基数原因，今年 2 月社融增速或再次上升，之后持续向下，全年社融增速预计在 11.1%左右。

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

【民生宏观】上海房价还能涨多久？

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

上海房价从 2019 年 11 月开启上涨行情。房价从 46986 元/平米上涨至 2020 年 11 月的 50097 元/平米，期间成交均价累计上涨 6.62%。2020 年全年走势来看，4 月开始，房价涨幅持续扩大，5-6 月环比涨幅分别为 1.00%、1.26%，上半年累计涨幅达到 4.11%，在一二线城市中排名首位。下半年上海房价增速放缓。其中，学区房与改善房需求释放较为明显。2020 年上海开始施行“公民同招”与“民办摇号”，受新政影响，学区房房价明显上涨；90 平方米以上的改善房需求也较为旺盛。

中短期因素和中长期因素共振导致上海楼市 2020 年的量价双升。

中短期来看，（1）公民同招新政带来了学区房需求的高涨。（2）货币宽松驱使了居民加杠杆购房。（3）预计信贷资金的一部分被借款人用于购买房产，推动房价上涨。（4）2020 年居转户以及人才引进落户上海人数大幅增加。（5）受调控政策的影响被动积压的购买力爆发。中长期来看，2020 年末上海落户全面放宽，提升了上海楼市的中长期需求预期。上述因素导致上海楼市需求大量释放，成交套数与成交价格同步上升。

北京、深圳、上海三地房价出现分化。在北京，需求释放主要体现在成交量的上涨，而不在房价。2020 年，北京楼市价平量升，二手房挂牌经过了 4-5 月的上涨后，回落至年初水平。北京房价未上涨的原因主要在于 2018 年起北京土地供应量和新房库存面积的持续增加。新房积压，加上新增商品房持续供应，导致北京新房库存充足。同时在多项政策的约束下，北京人口出现了下降的趋势，降低中长期需求预期。除此之外，北京的调控执行力度更强，相对于其他城市，信贷资金难以流入北京楼市。人口的流入以及宽松的货币环境是 2020 年上海和深圳房价上涨共同的驱动力，而供需的不平衡是深圳特有的上涨因素。深圳二手房均价在 2020 年 1-11 月期间累计上涨 10.1%，房价坐稳全国第一。深圳房价上涨的首要原因在于供需不平衡。深圳落户条件对比其他一线城市更为宽松，且落户后就有资格购房（715 政策之前）。人口的上涨意味着更多的购房需求。而深圳作为四大一线城市中面积最小的城市，一直饱受“地少人多”的困扰。供需的不平衡推动深圳房价拉升。

未来展望：上海房价短期上涨有动力；北京房价上行动力相对较小。总体来看，2021 年上海楼市成交规模预计保持在高位，价格短期内有上涨动力。在“房住不炒”的大方向以及货币政策逐渐收紧、流向楼市的信贷资金监管日趋严格的背景下，户籍政策的放宽为未来上海住宅的需求提供了支撑力，如果新房供给不出现大量上升，上海房价预计会进入缓慢上升的趋势。2020 北京新房供应量仍处于高位，且因为限竞房仍在去化中，北京住宅的库存预计将继续处于高位。而人口上，北京人口数量处于下降趋势。如果北京调控政策以及落户限制不放松，我们认为，短期内，北京的房价上行动力相对较小。

风险提示：

政策调控力度超预期；全球政治经济不确定性加大。

【民生银行】行业动态报告:社融增速再次回落，紧信用利好银行行情
（郭其伟，分析师 S0100519090001，18588460632）

12 月社融增速加速回落

12 月社融新增 1.72 万亿元（Wind 预测平均值 2.18 万亿元），同比少增 3830 亿元。社融存量同比增长 13.3%，增速较上月下降 0.3pct。增速连续第二个月下降，社融增速见顶的信号更加明显。12 月增速下滑主要是受信托贷款、企业债券融资和未贴现银承的拖累。

企业中长期贷款同比多增，贷款结构继续优化

贷款增长平稳，结构向好。12 月对实体经济发放的人民币贷款新增 1.14 万亿元，同比多增 679 亿元，主要是因为票据融资同比多增 3079 亿元。其次是企业中长期贷款同比多增 1522 亿元。票据融资多增可能是因为年末银行在短期融资内部进行额度调剂，票据融资加短期贷款新增合计同比只少增 53 亿元，基本保持稳定。而企业中长期连续 10 个月同比多增更值得我们关注，这反映出制造业投资需求在稳步恢复。居民短期和中长期贷款分别同比少增 493 亿元和 432 亿元，主要是受到基数较高的影响。

信托贷款大幅压降，企业债券融资同比少增

12 月表外融资同比多减 5920 亿元，主要因为信托贷款同比多减 3509 亿元和未贴现银行承兑汇票同比多减 3167 亿元。两者大幅减少都反映出非标压降的速度正在加快。2021 年是资管新规过渡期延长后的最后一年，银行自身有压降非标的合规需要。而房地产企业“三道红线”政策在 2021 年初落地进一步压制了房地产非标的增长空间。在直接融资中企业债券同比少增 2183 亿元，预计仍是受此前信用债违约事件的影响。

M1 增速下滑，M2-M1 剪刀差走阔

M2 同比增长 10.10%，增速较上月下降 0.60pct。主要是由于非金融企业存款同比少增 5078 亿元，以及机关团体等其他存款同比多减 5718 亿元，预计是受到信贷派生减弱的影响。M1 同比增长 8.60%，增速较 11 月下降 1.40pct。M2-M1 的剪刀差再次扩大。

投资建议：把握银行股行情

社融连续第二个月下降，反映经济逐步跨入紧信用周期。2021 年临近资管新规过渡期截止日，非标整改进度以及房企融资需求变化或是影响社融的新变量。今年的信用偏紧将有利于改善银行的贷款议价空间，为基本面转好创造合适的宏观条件。近期上海银行的业绩快报也反映出银行业绩回归正常化的时间点已经提前。业绩催化和信用周期拐点将推动银行股近期的估值修复行情，推荐兴业银行、招商银行、平安银行、常熟银行。

风险提示

资产质量波动；息差下行压力；政策出台不及预期。

● 个股观点

【民生食品饮料】安琪酵母（600298）2020 年度业绩预增公告点评：20 年主业高速增长，中长期成长性可期
（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

1 月 13 日，公司发布 2020 年度业绩预增公告，预计全年实现归母净利润 13.52~13.97 亿元，较 2019 年增加 4.51~4.96 亿元，同比+50%~+55%。

Q4 业绩亮眼，全年业绩维持高增长

2020 年公司预计实现营收 88.01~89.54 亿元，同比+15%~+17%；折合 20Q4 单季度实现营收 23.74~25.27 亿元，同比+13.46%~+20.77%。收入端，公司 Q4 营收增速环比略有走高，显示动销依然保持高景气。总体看，全年家庭消费业务、电商业务增长迅速；下游衍生品中动物营养、微生物营养、YE 食品调味、酿造与生物能源等业务保持良好的增长态势，核心产品销售收入同比实现较快增长。

利润端，公司预计全年实现归母净利润 13.52~13.97 亿元，同比+50%~+55%；折合

20Q4 单季度实现归母净利润 3.40~3.85 亿元，同比+44.01%~+63.08%。受国内外疫情期间居家消费需求快速上升等因素综合影响，公司全年核心产品销售收入实现较快增长，推动产能利用率得到有效提升从而推升整体毛利率。此外，小包酵母产品销售占比提升直接改善毛利率表现。

提价预期叠加扩产计划，主业中长期有望量价齐升

2020 年，糖价进入上行周期对糖蜜价格形成较强支撑，叠加环保要求升高等因素影响，公司生产成本同比有所上升。2020H1，YE 等产品需求增速在 20%以上，结合需求旺盛及成本压力，公司将于 2021 年年初开始对 YE 等酵母提取物进行提价，提价幅度预计约为 8%。短期看，糖蜜价格难以大幅下降，叠加环保趋严，公司酵母主产品成本压力依然较大，针对 YE 产品的提价有望扩散至酵母产品。

产能扩张方面，2020 年 4 月公司宣布将在宜昌购置工业用地 328 亩，用于建设食品原料类产品加工基地、仓储物流集散地。5 月，公司宣布赴云南普洱设立酵母生产子公司，预计一期工程完工后将贡献 2.5 万吨/年的新增酵母产能。2021 年，公司将开始下一个五年规划，预计酵母产能有望扩张到 33~35 万吨的水平。未来公司酵母主业有望进一步扩张产能，叠加提价预期，量价均利好公司中长期业绩表现。

推出股权激励计划，绑定核心员工利益

2020 年 11 月公司发布股权激励计划，考核要求集中在净资产现金回报率（EOE）和净利润增长率两个核心指标上，将有力保证公司业绩稳健增长。本次股权激励计划将覆盖 1891 名员工，其中副总经理等 7 名核心管理人员将合计被授予 35 万股，占授予总量 3.02%。公司核心技术人员、管理骨干等 1,884 人将被授予 1124.40 万股，合计占总量 96.98%。本次激励对象覆盖面较广，管理层股权占比较低，有助于将大多数核心技术人员、管理骨干的切身利益与公司长远发展绑定在一起。

盈利预测与投资建议

结合业绩预增公告，我们小幅调升此前盈利预测。预计 20-22 年公司实现营收 88.93/95.81/104.99 亿元，同比+16.2%/+7.7%/+9.6%；实现归母净利润 13.72/13.82/15.13 亿元，同比+52.2%/+0.7%/+9.5%，对应 EPS 为 1.66/1.68/1.84 元，目前股价对应 PE 为 36/36/33X。公司估值水平已回落至中长期估值中枢，公司行业地位稳固、成本转嫁能力强，主业产能仍有扩张空间，长期成长确定性高，维持“推荐”评级。

风险提示

业务扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

● 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。