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 13 日

● 客户观点反馈

沪指重新冲上 3600 点，深沪两市成交额连续第七日破万亿。短期市场情绪可能在波动中继续升温，市场整体估值已经不低，当下首选仍是蓝筹龙头个股。目前关注受益于春节假期临近需求上升的白酒等可选消费板块以及电子、计算机、电气设备等为代表的科技股。

● 总量观点

【民生宏观】2021：中国经济新上升周期元年

（解运亮 分析师 S0100519040001，010-85127730）

2021 年，可能不仅仅是低基数下的 GDP 增速反弹，而是中国经济新一轮上升周期的元年。在这样的宏观环境中，大类资产上我们最看好股市表现，A 股有望迎来一轮长牛。

核心观点

1、趋势之变：经济下台阶为什么可能是错的？一种广为流行的观点认为，中国经济潜在增速正在逐步下台阶，假如这种观点成立，2021 年 GDP 增速高将完全是由于低基数原因，基数因素消退后将重新下行。这种观点考虑了人口老龄化、资本边际产出递减等因素，却忽略了后疫情时代，中国在全球产业链中的地位更加突出，全要素生产率有望开启新一轮快速增长。参照历史经验，1991-1996 和 2000-2011，中国经济在深度融入全球产业链时，全要素生产率都曾经快速增长。

2、动力之源：强大生产能力和强大消费市场。基准情形下，我们预计 2021 年中国经济增速将达到 10%以上。我们的预测值之所以高，是因为这一增速不仅反映了低基数的影响，也反映了全要素生产率提高的影响。2021 年的增长动力主要来自于强大生产能力和强大消费市场，制造业投资将是最大的看点，全年增速有望达到 20%，消费也将十分亮眼，全年增速预计达 10%以上。从全年走势看，由于低基数影响，生产、投资、消费等主要经济指标都将呈前高后低形态。

3、政策护航：中央定调不急转弯的政策逻辑。中央经济工作会议明确了 2021 年宏观政策“不急转弯”，从现实经济运行看，主要逻辑包括：一是 2021 年全面通胀风险并不高，随着生猪存栏持续修复，猪肉价格将持续走低，对 CPI 形成拖累，2021 年 CPI 中枢值预计在 1%左右；二是宏观杠杆率高点已过，2020 年前三季度宏观杠杆率上涨较快，主要与 GDP 少增有关，未来随着 GDP 强劲复苏，宏观杠杆率将自然回落。在不急转弯基调下，预计 2021 年信贷增速 12%，社融增速 11%，与名义 GDP 增速基本匹配。

4、资产配置：新上升周期下的资产配置策略。全要素生产率开启新一轮快速增长，意味着 2021 年将成为中国经济新上升周期元年。在这样的宏观环境中，2021 年大类资产上我们最看好股市表现，参照历史经验，过去两轮全要素生产率进入上升周期后，A 股都迎来了为期约两年的牛市。受美国经济弱于欧洲、美联储货币政策长期宽松、美国财政赤字飙升等影响，美元将迈入弱周期，黄金和新兴市场货币上涨可期。此外，在宏观政策不急转弯背景下，M2 与社融裂口预计将有所回落，这预示着 2021 年利率债也存在一定机会。

风险提示：全球疫情持续蔓延，全球政治经济不确定性加大。

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】2021：中国经济新上升周期元年

【民生食饮】桃李面包（603866）2020 年业绩快报点评：收入增速平稳，利润增速亮眼

【民生汽车】比亚迪发布 DM-i 平台暨新车型事件点评报告：DM-i 经济节能，实现燃油车平价替代

【民生军工】火炬电子（603678）简评报告：全年业绩大幅提升，军工电子元器件景气持续

● 个股观点

【民生食饮】桃李面包（603866）2020 年业绩快报点评：收入增速平稳，利润增速亮眼

（于杰，分析师 S0100519110001，13613012393）

一、事件概述

1 月 11 日，公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年实现营业收入 59.63 亿元，同比+5.66%；实现归母净利润 8.85 亿元，同比+29.53%，实现基本 EPS 为 1.34 元。

二、分析与判断

Q4 收入增速环比平稳，全年经营稳健收官

20Q4 公司实现营收 15.91 亿元，同比+4.53%。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现营收 13.23/14.16/16.33/15.91 亿元，同比分别+15.79%/+0.05%/+4.43%/+4.53%。全年看，公司收入端同比保持中个位数增长，与过去年份+15%左右的增速中枢有所下滑。具体分析，Q1 受疫情影响，超市等渠道对短保面包需求旺盛，公司收入端保持高速增长；Q2 疫情得到缓解，现烤面包房、烘焙坊等竞争对手复产造成供给增加，叠加消费者选择多样化后对短保面包需求降低，收入端增速下降显著；Q3-Q4 下游需求有所恢复，渠道库存得到有效清理，但疫情影响仍在，学校渠道休假、停课现象仍然较多，收入端增速保持中个位数增长。

毛利率上升及成本下降推高利润增速

20Q4 公司实现归母净利润/扣非净利润 1.99/1.86 亿元，同比分别+10.62%/+8.45%。公司经营聚焦主业，非经常性损益影响不大。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现归母净利润 1.94/2.23/2.68/1.99 亿元，同比分别+60.47%/+22.33%/+34.58%/+10.62%。预计公司全年利润端增速明显高于收入端的原因包括：（1）受益于公司规模效应增强以及原材料成本下行，公司毛利率水平有所提高；（2）疫情期间超市等渠道需求旺盛，短保产品退货率同比下滑；（3）受国家阶段性社保减免政策影响，公司成本费用有所下降。2020 年公司净利润率为 14.84%，较 2019 全年提高 2.74 个百分点。

新产能建设稳步推进，中长期成长性无忧

目前公司产能利用率维持高位，成熟地区中央工厂产能利用率均维持在 9 成以上，预计华南工厂整体产能利用率有望达到 80%高位；济南工厂产能有望于 2021 年得到充分释放。随着全国性疫情缓解，公司新建工厂有望按计划投产并贡献产能。目前江苏工厂主体建设已基本完成，Q4 有望贡献产能；青岛、浙江、沈阳等在建工厂正按计划施工，其中浙江、沈阳工厂有望在 2021 年下半年贡献产能。总体看，公司扩产仍在持续，中长期成长性无忧。

三、盈利预测与投资建议

根据业绩快报指引，我们小幅调整盈利预测。预计 20-22 年公司实现营收 59.63/68.64/78.94 亿元，同比+5.7%/+15.1%/+15.0%；实现归属上市公司净利润 8.85/9.81/11.20 亿元，同比+29.5%/+10.8%/+14.2%，折合 EPS 分别为 1.34/1.44/1.65 元，目前股价对应 20-22 年 PE 为 45/42/37 倍。公司 2021 年估值略高于休闲食品板块 2021 年 39 倍的整体估值水平。我们认为，未来随着新建工厂陆续投产，规模效应有望进一步发挥，维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务扩张速度不及预期，居民消费倾向下降，食品安全问题等。

【民生汽车】比亚迪发布 DM-i 平台暨新车型事件点评报告：DM-i 经济节能，实现燃油车平价替代

（邓健全，分析师 S0100519110001，13613012393）

一、事件概述

2021 年 1 月 11 日，比亚迪发布 DM-i 超级混合动力平台，新车型开始预售。

二、分析与判断

DM-i 主打超低油耗，以电为主，颠覆传统混动技术

DM-i 作为比亚迪第四代插电式混合动力系统，是公司未来三年的核心技术平台。相较于主打动力的 DM-p，DM-i 主打超低油耗，以大功率电机驱动为主，发动机为辅的混动技术，在不充电情况下百公里油耗仅为 3.8L。三大核心零部件包括双电机 EHS 电混系统、高效发动机和功率型刀片电池。其中，高度集成化的 EHS 电混系统的体积和重量均减小 30%，可实现 16000rpm 的超高转速，峰值功率可达 160kw。1.5L 阿特金森循环发动机最高热效率为 43%左右，为全球最高。

功率型刀片电池问世，兼顾安全性与续航里程

比亚迪成功开发了 DM-i 超级混动专用的功率型刀片电池，采用串联式电芯设计，即一节刀片电池由多节卷绕电芯串联而成，整个电池包仅有 10-20 节电芯，结构简化带来了 30%以上的零部件减少，体积效率提升至 65%。续航里程方面，根据不同车型，电池包电量为 8.3-21.5 度，纯电里程可达 50-120 公里。热管理性能方面，该款刀片电池为全球首款搭载脉冲自加热技术的动力电池，可控制电池高频充放电，达到电池的自加热效果，加热效率提升 10%，且具有更高的安全性能。充电方面，刀片电池具有交流或直流快充功能，满足不同场景的充电需求，其中，直流快充 30min 充电 80%。随着功率型刀片电池的安全性与续航里程进一步提升，内部使用率持续上升，其优越的性能将为公司动力电池业务及汽车业务带来新增长。

平价与高性能双管齐下，插混乘用车市占率有望提升

搭载 DM-i 的比亚迪全系王朝插混乘用车将陆续于 2021 年 3 月正式上市。其中，秦 Plus DM-i 亏电油耗仅为 3.8L/100km，百公里加速度约 7.3s，比传统燃油车快 2-3s，最高综合续航里程可达 1245km，价格区间为 15.38-17.58 万元。该车型在动力性能和使用体验等方面均优于同级别燃油车，可实现燃油车的平价替代。宋 Plus DM-i 是全球首款宽体超混 SUV，搭载了 EHS 电混系统，百公里油耗 4.4L 和 4.5L，综合续航可达 1200km。唐 DM-i 作为中大型智能超混 SUV，主打经济舒适，采用高达 63%的高强度钢安全车身和 DiPilot 智能驾驶辅助系统，亏电油耗仅 5.3L/100km 和 5.5L/100km，最高续航里程达 1050km。随着二胎家庭增多，7 座 SUV 更能适应大家庭便利出行需求，未来或成为较强的车市主力，比亚迪唐 DM-i 销量也有望深度受益。新上市车型平价与高性能双管齐下，定位分明，满足不同客户群体需求，预计公司插混汽车将实现销量的快速增长，有望抢占燃油车市场份额，进一步推动国内燃油车到 PHEV 再到 EV 的过渡过程。

三、投资建议

功率型刀片电池兼顾安全性与续航里程，公司电池业务及汽车业务有望迎来新增长；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。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.47、1.89、2.37 元，对应当前股价 PE 为 160、124、99 倍，目前公司企业价值/收入为 5.1 倍，优于行业平均值 20.9 倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业复苏不及预期，新车型销量不及预期，技术研发不及预期。

【民生军工】火炬电子（603678）简评报告：全年业绩大幅提升，军工电子元器件景气持续

（王一川，分析师 S0100518020001，13811614600）

一、事件概述

1 月 11 日，公司发布 2020 年年报预告，预计归母净利润约为 59123 万元-62937 万元，同比增长约 55%-65%。

二、分析与判断

全年业绩预计大幅提升，费用控制能力显著

2020 年全年，公司预计实现归母净利润 59123 万元-62937 万元，同比增长约 55%-65%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期相比，将增加 21247 万元-25061 万元，同比增长 60%-71%。单季度来看，Q4 归母净利润约为 1.66-2.04

亿元，同比增长 82.4%-124.2%，四季度业绩仍然大幅提升。业绩大幅提升的原因为成本费用控制能力提升导致盈利能力增强，并且自产元器件、新材料板块增长显著。

军工电子需求增长，自产业务持续增长

公司自产业务主要包括陶瓷电容器、钽电容器、超级电容等。报告期内，自产元器件板块的客户需求及国产替代的订单持续增长,公司对陶瓷电容器和微波无源元器件产能建设持续投入，取得良好的成果，公司的核心竞争力进一步提升。我们预计，“十四五”期间武器装备采购需求将显著增长，并且军工电子信息化程度不断提升，公司自产军品将持续突破。另外，公司上半年完成可转债发行，募集资金用于建设小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目，此项目的实施有利于丰富公司产品结构。

下游客户需求提升，代理业务快速发展

代理业务主要代理的品牌有太阳诱电、AVX、基美、NDK、JAE、CITIZEN 等品。报告期内，贸易板块受益于国内疫情良好的管控情况，下游客户需求旺盛，同时新产品线业务情况良好，贸易板块保持稳定增长。下游手机通讯、安防、医疗和新能源汽车等行业需求量增加，同时新产品线的引入丰富了代理产品品类。随着下游需求的恢复，代理业务有望延续高增长。

陶瓷材料为发展重点，疫情导致项目交付推迟

公司特种陶瓷新材料项目 CASAS-300 主要依托全资子公司立亚新材，主要技术来自于厦门大学的技术团队。报告期内，新材料板块业务持续有效的拓展，订单和项目收入保持稳定增长。CASAS-300 项目已完成三条产线建设，另外三条生产线已完成部分工序，由于疫情影响，项目交付将推迟至 2021 年 3 月。立亚化学作为高性能陶瓷材料的先驱体（PCS）产业化基地，已全面完成主体建设并计划试投产。我们预计，待陶瓷材料相关产能建设完成将对公司业绩增长实现较大贡献。

三、投资建议

公司为电容器专家，待特种陶瓷材料项目建设完成，公司长期发展可期。预计公司 2020～2022 年 EPS 分别为 1.35、2.04 和 2.91 元，对应 PE 为 53X、35X 和 24X，可比公司鸿远电子、宏达电子、中航光电平均估值 73X，维持“推荐”评级。

四、风险提示

特种陶瓷材料项目进度不及预期；民用 MLCC 价格波动较大

● 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。