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 7 日

● 客户观点反馈

客户表示年初市场情绪过热，分化严重不均衡，短期偏谨慎。政策不急转弯之下给了成长股继续拔估值的空间，看好一线龙头公司，行业看好景气度高的顺周期品种、军工、新能源，以及消费。

● 总量观点

【民生金工】超预期视角下的 PB-ROE 选股策略——量化选股系列报告之五

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，18761658761）

寻找市场中的预期差

预期差是驱动股价变动的重要因素。当股票价格反映出了过度积极或者消极的市场预期，错误定价就会随之出现，而当投资人通过多维度的基本面指标去判断公司真实的内在价值时，不同于市场预期的个人预期就产生了，此时投资者便可以通过寻找存在预期差的公司来获得价值收益效应。基于预期差会修正的理论，投资者可以通过找到股价被高估的价值股和股价被低估的成长股从而获得超额收益。

估值预期与盈利预期——构造 PB-ROE-200 股票池

在估值—盈利选股框架中，市净率 PB 和净资产收益率 ROE 分别代表了衡量公司股票价格“贵不贵”的指标和是否有赚钱能力的指标，同时被教科书式地作为选择“高性价比”股票的估值—盈利策略的两个代理变量，由此根据他们之间的关系，衍生出了 PB-ROE 选股框架。

我们以 Wilcox(1984)推导出的 PB-ROE 定价模型为基础，加入行业哑变量提升模型拟合优度。由于回归出的结果在 ROE 上的暴露不明显，因此我们使用中位数剔除法构造 PB-ROE-200 股票池。

预期差中寻找超预期——构造 PB-ROE-50 投资组合

在 PB-ROE-200 股票池的基础上，我们引入了超预期变量构造最终的投资组合。在超预期指标构造上，我们在如何确定预期、如何确定超预期以及如何选择业绩指标几个方面进行了详细分析。最终选择 ROE、毛利率、SUE 以及分析师一致预期数据构造超预期指标。

最后我们在 PB-ROE-200 股票池的基础上，使用上述几个指标进行等权打分，筛选出排名靠前的 50 只股票构造 PB-ROE-50 投资组合。策略的年化超额收益 22.95%，超额收益最大回撤为 10.35%，超额收益夏普比率为 1.96。

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

【民生机械】2021年机械行业投资策略：围绕新格局，掘金三主线

（徐昊，分析师 S0100520090001，18600163976）

工程机械：多因素打开行业成长空间，行业高景气有望延续

“两新一重”建设、地产稳增长等目标指引下，工程机械需求持续，而随项目施工的

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

泸州老窖(000568)深度研究报告:浓香国酒，老窖飘香

一鸣食品（605179）公司深度研究报告：奶吧渠道优势显著，产能提升+埠外扩张可期

汽车行业事件点评：补贴政策落地，行业逐步向市场驱动过渡

推进以及是设备更新高峰的到来，明年后周期设备品种有望迎来放量。另外，环保治超、人力替代、海外扩张、产品升级等驱动力，打开行业中长期成长空间，行业景气周期有望被延长。上游核心零部件国产替代持续推进，优质厂商产能快速爬坡，订单饱满。高端塔机制造商和塔机租赁企业受益于装配式建筑的推广，行业集中度提升空间大。建议关注主机厂龙头三一重工、徐工机械、中联重科，核心零部件龙头恒立液压、艾迪精密，以及塔机租赁龙头建设机械。

锂电设备：行业高增长时代开启，供需情况改善，新能车是主要驱动因素

一方面，随着新能车行业的确定性增强和渗透率的快速提升，头部电池企业的排产持续超出规划排产量，锂电设备行业的景气度有望持续提升，另一方面，得益于锂电设备技术的持续更迭以及行业集中度的逐步提升，锂电设备企业议价能力有望改善。在行业供需关系逐步改善情况下，锂电设备企业有望持续受益。考虑到龙头企业在现金流，扩产能力、客户群体以及技术积淀上，均具备明显的竞争优势，建议关注先导智能、杭可科技、赢合科技以及星云股份。

光伏设备：降本为光伏行业核心，尺寸变革与技术迭代为光伏设备带来确定性机会

随着光伏发电的经济性持续增强，全球光伏装机规模显著上升。目前，光伏平价上网进程已进入“最后一公里”，产业链不同环节的持续降本将为设备行业带来结构性投资机会。1）硅片环节，18x/210大尺寸硅片降本效益显著，俨然成为新的发展趋势。由于现有设备无法兼容，因此，大尺寸硅片渗透率的增加将催生硅片厂商对大尺寸单晶炉的增量需求，建议关注国内领先的晶体生长设备、智能设备龙头晶盛机电。2）电池片环节，转换效率高潜力+工艺流程简洁，HJT（异质结）大概率引领新一轮技术迭代，当前，HJT设备需求放量在即，国内电池片设备龙头率先布局，有望受益，建议关注国内电池片设备龙头企业捷佳伟创、迈为股份。3）组件环节，多主栅技术通过降低银浆耗量，可有效实现降本，预计将在2021年成为市场主流，相应的多主栅串焊机有望持续放量。多主栅技术对串焊机的焊接精度和稳定性提出了更高要求，利好技术积累深厚的龙头企业，建议关注国内串焊机龙头企业奥特维。

通用设备：经济回暖助力行业景气回升，制造升级打开长期成长空间

后疫情时代，国内制造业复苏，企业利润向好。在信用环境趋于宽松的背景下，企业的资本开支回升，通用设备重回景气区间，利好机器人、高端机床以及注塑机等通用设备：1）国内机器人市场极具潜力，机器人自主品牌的市场份额有望稳步提升，核心零部件和本体的国产化率提升进一步增强国产设备的核心竞争力，建议关注国内工业机器人行业龙头埃斯顿。2）国内机床市场格局持续优化，政策扶持高端数控机床发展，民营机床企业乘政策东风，建议关注发力核心零部件和高端机床进口替代国内民营机床领军企业国盛智科。3）新型应用崛起打开注塑机成长空间，汽车轻量化和5G智能手机的普及提振塑料行业的需求，进而带动注塑机放量，建议关注国内注塑机领军企业伊之密。

叉车：制造业驱动行业高景气度，电动化+智能化引领行业变革

制造业景气度持续高涨，叉车行业景气度可持续性增强。国内叉车行业长期成长空间广阔，短期、中期和长期都有增长的驱动力。我们认为，中短期主要影响因素包括：1）国内疫情后制造业复苏；2）海外疫情影响产能，需求转向国内，出口回暖；3）疫情后的人工替代；4）宽松的流动性环境；5）行业集中度提升。长期来看，叉车行业将在电动化和智能化的变革下，国内龙头有望依托国内高速增长的市场，并在全球范围内持续提升份额，逐步成长为具有竞争力的全球巨头，关注安徽合力、杭叉集团。

商用冷柜：消费升级带动需求增长，设备出海开拓蓝海市场

我国冷链设备步入快速发展期，生鲜电商迅速扩张、生鲜品流通渠道升级、便利店快速扩张整体带动商用冷柜需求增加。当前国内商用冷柜企业技术已达到国际水平，且更具性价比。在新冠疫情背景下，国外供应链向国内转移，国内设备在海外市场的渗透率有望加速提升。对标海外市场，我国商用冷柜有望诞生国际化巨头，建议关注商

用冷柜细分领域的优质龙头企业海容冷链。

投资建议

站在新一个十年的起点上，围绕构建新发展格局，我们建议重点从以下三个角度挖掘机械行业投资机会：一是稳定经济增长，扩大内生需求方向，推荐工程机械板块；二是进口替代，实现高端装备自主可控方向，推荐锂电设备、光伏设备以及通用设备细分板块；三是外需回暖，国产设备出海方向，推荐叉车和商用冷柜细分板块。

风险提示

基建投资不及预期风险、制造业复苏不及预期风险、光伏/锂电产能扩张不及预期风险、行业竞争加剧风险

● 个股观点

【民生食饮】新乳业（002946）公告点评：布局现制饮品，注入增长新动力

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

事件概述

1月5日，新乳业发布对外投资公告，将以 2.31 亿元收购“一只酸奶牛”品牌相关资产的 60%股权，收购资金来源为公司自有资金。

利润提升与盈利能力改善，收购价格低于二级市场估值水平

本次收购对象系以“一只酸奶牛”为品牌经营的现制饮品公司，2019 年营收约 2.40 亿 元，净利润约 0.35 亿元，预计收购完成后将在财务方面形成积极影响：（1）利润提升： 若 2021 年 1 月交易完成，以我们此前 2021 年预测值为基础，新乳业 2021 年营收/归母 净利润将分别提升 3.3%/5.4%。（2）净利率改善：收购标的主营现制饮品，具备高盈利 特征，2019 年净利率为 15%，预计收购后将改善新乳业盈利能力。（3）收购价格较低： 本次收购资产的交易价格为 2.31 亿元，对应 2019 年 PE 为 11X，远低于新乳业在二级 市场的估值水平。

预计本次收购将在多项领域形成协同效应

（1）品牌协同：“一只酸奶牛”品牌定位新鲜+年轻，符合公司“鲜战略”发展方向，将为公司原有品牌赋予年轻化属性。（2）品类协同：收购对象主打“酸奶+”等差异化产品，与公司原有低温酸奶业务相匹配，可充分利用现有奶源、渠道、团队优势，以较低的成本撬起更大的收入规模。（3）市场协同：“一只酸奶牛”的门店数量已逾千家，主要集中在成都、重庆、西安等地，而新乳业核心市场即西南地区，因此我们预计本轮收购将在市场运作方面形成协同效应，巩固新乳业在西南地区的领先地位。

布局现制饮品行业，“开店模式”助力公司加速扩张与拓宽终端渠道

公司通过本次收购可以切入现制饮品“赛道”，行业具备高成长、高盈利的特征。（1）现制饮品的“开店模式”，一方面将帮助新乳业实现收入规模的快速扩张，另一方面更高的净利率则有助于未来释放利润弹性；（2）现制饮品的门店属于独特的私域流量入口， 不同于传统的现代渠道，有利于新乳业与伊利、蒙牛形成差异化竞争。（3）现制饮品可 与终端用户直接接触，有助于实现精准运营和服务，推动公司数字化战略转型，提升长 期价值。

投资建议

考虑到股权收购存在不确定性，我们维持之前的盈利预测。预计2020-2022年公司实现 营收 67.62/87.19/98.09亿元，同比+19.2%/+28.9%/+12.5%；实现归母净利润分别为 3.04/4.67/5.73亿元，同比+24.7%/53.6%/22.8%，对应 EPS为0.36/0.55/0.67元，目前股价对应PE为56/36/30X。我们以伊利股份、光明乳业、燕塘乳业、天润乳业等作为可比公司，上述公司2020年平均PE约34X（Wind 一致预期，算数平均法）。公司2020年PE约56X，高于可比公司平均水平。考虑到低温奶行业增速较高以及公司持续

存在外 延并购预期，同时股票激励有利于激发管理层积极性，预计公司未来业绩增速将有望快 于乳制品行业平均水平，维持“推荐”评级。

风险提示

行业竞争加剧，食品安全问题，并购效果不及预期等。

【民生建材】长海股份（300196）调研报告：竣工持续回暖，玻纤需求有望快速增长

（杨侃，分析师 S0100516120001，18611567286）

竣工持续回暖，玻纤需求有望快速增长

建筑领域是玻纤应用最传统也是需求最高的领域，主要包括房地产和基建,下游应用主要是外墙屋面保温防水，玻纤增强水泥，玻璃钢建材等。据 wind 数据，房地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为2-3年左右；从前两轮传导周期来看，2009年10月房屋销售面积累计同比达到高点，而竣工面积累计同比在2012年3月达到顶点，传导时间为2年3个月；2013年2月销售面积累计同比达到高点，对应竣工面积累计同比在 2016年2月达到顶点，传导时间为3年。本轮的房屋销售面积累计同比高点为2016年3月，2017年-2019年商品房销售面积与竣工面积差值持续扩大，由于疫情影响本轮的竣工高点推迟，我们预计 2021 年竣工数据有望持续回暖，玻纤需求有望快速增长。

上游玻纤纱产能扩张，玻纤及制品成本逐步下降

公司目前玻纤纱产能为 20 万吨，预计到 2021 年底可达 30 万吨，玻纤纱产能增幅超 50%。随着玻纤纱扩张带来的规模效应、玻纤制品原材料自给自足带来的运费等减少以及生产线冷修技改后的效率提升，公司玻纤及其制品的单位吨成本已从 2017 年的 5770 元/吨下降至 2019 年的 4646 元/吨。我们判断，随着新一轮产能扩张，玻纤纱及制品单吨成本有望进一步下降。

布局复合材料产品，完成产业链一体化，提升抗风险能力

公司通过自建+收购的方式形成了较为完整的玻纤纱—玻纤制品—树脂—玻纤复合材料产业链，改善了公司之前以玻纤制品为主的较为单一的产品结构，从而提高了公司的抗风险能力。

投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.76 元、1.00 元、1.26 元，对应 PE 分别为 23 倍、17 倍、14 倍。据 wind，当前玻纤行业可比公司平均估值约为 30 倍，此外考虑到受益于竣工持续回暖，玻纤需求稳步提升，玻纤行业高景气度有望持续延续，以及公司向上下游拓展，降低成本，提高抗风险能力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

玻纤纱产能扩张速度慢；房地产竣工端回暖速度放缓。

● 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。