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 4 日

➢ 客户观点反馈

对于今年的整体行情，客户认为仍是资金继续流入，流动性充裕的一年，虽然疫情的短期扰动可能存在，但疫情之后的复苏仍是确定性的，市场春季躁动可以期待。看好顺周期、新能源和可选消费品板块。

➢ 总量观点

【民生宏观】2021：中国经济新上升周期元年—2021 年宏观展望

（解运亮 分析师 S010051904000）

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。

➢ 行业观点

【民生有色】周报：持续看好新能源板块，锂价继续上行（方驭涛，分析师 S0100519070001，021-60876718）

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—2021 年宏观展望

【民生有色】周报：持续看好新能源板块，锂价继续上行

【民生食饮】贵州茅台（600519）2020 年度生产经营情况点评：整体经营稳健，“十四五”行以致远

1）每周随笔：供需共振，继续看好锂盐价格上涨

12 月磷酸铁锂产量 18940 吨，同比增长 231.4%，磷酸铁锂电池装机占比提升，碳酸锂需求有望继续紧俏。近期碳酸锂的开工率有所下滑，主要系盐湖碳酸锂进入冬季后，日照时间大幅缩短，进入季节性停产；同时，一季度为检修高峰期，预计供应环比下滑。当前碳酸锂库存处于低位，下游需求保持强劲，短期碳酸锂供给仍将偏紧，锂盐厂议价权提升，价格有望继续上行。持续推荐赣锋锂业、雅化集团，关注盛新锂能。

2）本周观点

基本金属：上周国内基本金属全部下跌，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别下跌 0.86%、2.92%、4.35%、0.10%、2.30%和 1.09%。铜：智利 11 月铜产量同比下滑 2.1%，SMM 主流铜地区库存环比增加 0.03 万吨，年末电缆订单减弱（12 月电缆企业开工率 91.02%，环比下降 5.81pct，同比减少 0.02pct），短期铜价震荡。铝：本周电解铝库存微增 2.7 万吨至 61.3 万吨；本周铝加工企业开工下滑 0.3pct，主要系环保限产，铝价短期震荡。推荐紫金矿业、神火股份，关注云南铜业；加工股推荐明泰铝业、云海金属。

贵金属：上周贵金属多数上涨。COMEX 黄金上涨 0.98%，伦敦金上涨 0.67%，SHFE 黄金上涨 0.45%。COMEX 白银上涨 2.38%，伦敦银上涨 2.73%，SHFE 白银上涨 3.41%。美国单日新增 26.76 万新冠病例，美元走弱，黄金走强。疫苗推出带来的经济复苏预期和名义利率小幅上行对金价的压制已被消化，短期黄金延续反弹。依然看好 2021H1 通胀上行带来的金价上行，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：钴锂镁、镝铽上涨。国产特斯拉 Model Y 上市，售价 33.39 万元，远低于预售价；宁德时代大幅扩产，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，碳酸锂持续反弹，持续看好赣锋锂业、雅化集团，关注盛新锂能。钴：价格受收储支撑上行，钴盐价格上涨向下游传导，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。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。

3）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%）。12 月组合上涨 16.50%，中信有色上涨 6.07%，沪深 300 上涨 4.63%。

行业	短期（1 个月）预测	中期（1 个季度）预测	半年-1 年预测
贵金属	震荡	震荡上行	上行
基本金属	震荡	震荡上行	震荡上行
小金属	震荡	震荡	震荡上行

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。

➢ 个股观点

【民生食饮】贵州茅台（600519）2020 年度生产经营情况点评：整体经营稳健，“十四五”行以致远（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

1）事件概述

2020 年 12 月 31 日公司发布 2020 年度生产经营情况公告，公司初步核算 2020 年度生产茅台酒基酒 5 万吨，系列酒基酒 2.5 万吨；预计实现营业总收入 977 亿元左右，同增 10%左右，其中全资子公司贵州茅台酱香酒营销有限公司预计实现营业总收入 94 亿元左右（含税销售额 106 亿元左右）；预计实现归母净利润 455 亿元左右，同增 10%左右。

2）分析与判断

➢ 酒业龙头经营稳健，酱香热下系列酒稳步增长

年度经营目标顺利实现。2020 年公司预计实现营收/归母净利润 977/455 亿元，分别

同比+9.96%/+10.42%，折合 20Q4 单季度预计实现营收/归母净利润 281/117 亿元，分别同比+10.97%/8.57%，整体表现稳健。在疫情对白酒行业造成较大冲击的情况下，茅台作为行业龙头积极作为，顺利实现 2020 年度经营目标，彰显龙头风范。

系列酒表现亮眼。2020 年酱香酒营销公司预计实现收入 94 亿元左右，考虑到除酱香酒营销公司外公司仍有赖茅与定制酒公司贡献系列酒收入，2020 年系列酒收入预计实现同比正增长（2019 年为 95.42 亿元）。在疫情对非高端白酒消费场景冲击严重的情况下，系列酒延续正增长，主要系在茅台酒供不应求及消费者培育效果良好的大背景上，需求外溢使得系列酒需求端明显受益、价盘稳固，预计 2021 年系列酒仍将有望保持良好增长态势。

➢ **基酒生产稳步就班，技改项目即将释放产能**

基酒生产方面，公告称预计 2020 年实现茅台酒/系列酒基酒生产 5/2.5 万吨，预计产能总体较同期稳中略升。据 2020 年 10 月茅台集团生产质量大会释放的信息，2021 年茅台酒/系列酒产能目标为 5.53/2.9 万吨，较 2020 年有较大幅度增长，为茅台未来发展提供保障。**产能技改方面，**2020 年 9 月茅台“十三五”茅台酒技改扩建项目全面完工，10 月份全面投产，预计此部分产能将于 2021 年释放，同时 3 万吨酱香系列酒技改项目稳步推进，未来将进一步满足市场系列酒消费需求，贡献茅台未来增长。

➢ **“十三五”圆满收官，“十四五”目标远大**

茅台经销商大会上公司表示茅台集团超额完成年度目标，“十三五”圆满收官。展望未来，**茅台集团将力争在“十四五”期间成为贵州首家世界 500 强企业。**据 2019 与 2020 年世界 500 强榜单，为实现这一目标茅台集团收入需达到约 1800 亿元。假设股份公司营收占集团公司 90%，若 2025 年实现该收入目标，折合 2021-2025 年营收 CAGR 需达到约 11%，若 2024 年完成对应 2021-2024 年营收 CAGR 为 14%，即未来几年公司仍需保持双位数的收入复合增长速度。飞天茅台长期处于供不应求状态，未来在公司扩大直营、推进技改扩产能、发力系列酒等多重举措下，看好公司未来增长势头与路径确定性。

3）投资建议

根据生产经营情况公告，我们小幅下调此前盈利预测。在不考虑未来提价的假设下，2020-2022 年公司实现营收 977/1145/1314 亿元，同比+10%/+17.2%/+14.7%；归母净利润 455/554/644 亿元，同比+10.5%/+21.6%/+16.3%，EPS 为 36.25/44.08/51.25 元，目前股价对应 PE 为 55/45/39 倍，估值与白酒板块 2020 年 56 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法）基本相当。考虑到公司作为行业龙头未来增长确定性高，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情或经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

● 风险提示

全球疫情传播持续恶化、疫情影响下游需求的风险、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。