民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 12 月 30 日

● 客户观点反馈

客户普遍认为第一季度会有春季躁动行情可以期待，在行业配置方面，军工和新能源板块业绩确定性高的个股短期调整问题不大，依然会是资金关注的重点。认为 21 年全球经济复苏共振对顺周期相关板块龙头个股的业绩推动，如化工、机械等相关细分领域投资机会值得重视。

● 总量观点

【民生宏观】东南亚国家能替代中国吗？——产业链、原材料供应和市场比较分析（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

后疫情时代，中国制造业是否会被其他新兴经济体（尤其是东南亚国家）替代？这是一个很多人关心的问题。我们从产业链、原材料供应和市场出发，比较分析中国以及东南亚国家的制造业基本面，发现中国在这几个方面都存在明显优势，东南亚国家对我国短期不构成威胁。

哪些国家能在产业链上替代中国？从工业生产能力来看，东南亚的工业生产能力远低于我国，东南亚国家工业基础相对薄弱。劳动人口上，我国拥有世界第一的劳动力人口数量，且受教育程度遥遥领先于东南亚国家，体现出我国劳动力质量的优势。虽然由于“追赶效应”快速释放，我国劳动力成本有明显上升，但鉴于我国劳动力生产率稳步提高，与东南亚国家相比，我国制造业相对成本较低的优势并没有丧失。制造业配套能力上，东南亚国家整体上逊于我国，我国发达的基础设施与价廉物美的物流服务加分不少。但值得注意的是，我国能源成本不占优势。

哪些国家能在原材料供应上替代中国？在中美贸易摩擦的背景下，美国对我国原材料进口依赖仍然较高，在纺织品和衣服大类上尤其明显。美国自印度、泰国、越南、菲律宾进口占比并没有呈现上升态势，可见这些国家并没有对中国的初级产品形成替代。

哪些国家能在市场上替代中国？我国消费规模远超东南亚国家。2018 年，我国国内消费规模仅次于美国，是世界第二大消费市场，且潜在规模仍然巨大。庞大的市场体量也给在中国企业创造了一定优势。尽管菲律宾、泰国、越南等国为了吸引外来投资，纷纷对外来投资给予不同程度的优惠政策，但从 FDI 来看，三个国家的 FDI 并没有出现大幅的增长。另一方面，我国金融市场发展已取得巨大成就，但与我国经济发展水平相比，仍然相对滞后。受益于金融市场加速开放，近年更多外资流入相关领域，企业营商环境持续改善。我国金融业开放程度虽处于发展中国家较高水平，但仍远低于发达国家。

总体看，中国在产业链、原材料供应、市场规模这三个方面都存在明显优势。短期内，东南亚国家对中国制造业的替代有限。但从长期来讲，东南亚国家的发展对于我国挑战与机遇并存。我们需要关注劳动密集型行业转移，同时支持制造业进一步走向高附加值领域。按照中央经济工作会议部署，强化国家战略科技力量和产业链供应链自主

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】东南亚国家能替代中国吗？——产业链、原材料供应和市场比较分析

【民生环保】兴源环境(300266)调研简报：新希望定增意义深远，股权激励彰显信心

【民生电子】兆易创新(603986):建立长效激励机制，助力公司未来发展

可控成为明年的前两大重点任务，我国高技术制造业迎来重要发展机遇期。

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

【民生电子】兆易创新(603986):建立长效激励机制，助力公司未来发展
（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

事件概述

12 月 29 日，公司发布 2020 年股票期权与限制性股票激励计划（草案）。

分析与判断

1、建立健全长效激励机制，调动管理、骨干人员积极性

公司本次激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分。1）股票期权激励计划：公司拟向 289 名管理人员、核心及骨干人员授予 340.86 万股股票期权，占公告日总股本的 0.72%，行权价为 201.81 元/股，行权安排为股票期权授予登记完成之日起满 13 个月后的未来 48 个月内分四期行权，每期比例为 25%。2）限制性股票激励计划：公司拟向包括代总经理何卫、董秘兼副总兼财务总监李红（授予限制性股票占比分别为 3.29%、4.86%）在内的 308 名公司高管、管理人员、核心及骨干人员授予 318.79 万股公司限制性股票，占公告日总股本的 0.68%，授予价格为 100.91 元/股。限制性股票限售期为自授予登记完成之日起 13/25/37/49 个月，每期占比 25%。股票期权和限制性股票各期业绩考核目标均为以 2018-2020 年营业收入均值为基数，2021/22/23/24 年营业收入增速分别不低于 50%/60%/70%/75%。

2、NOR 闪存等供不应求，产品结构持续优化

1）受益工控、汽车电子、消费电子等领域需求复苏，NOR 闪存供不应求，进入上行周期。公司发布大容量、先进制程 Flash，打造高性能、大容量、低功耗、小尺寸等产品线，55nm 产品顺利出货。公司 NOR Flash 市占率提升至 18.3%，排名全球第三。2）MCU 产品国产替代加快，工控、物联网等市场需求旺盛。公司产品线布局较广，定位 32 位 MCU 中高端产品，下游客户数量超 2 万家，受益物联网、工控等市场复苏。

3）传感器芯片产品持续优化，MEMS 超声波等研发顺利。

3、DRAM 进展顺利，持续导入大客户

长鑫存储发布了 DDR4、LPDDR4X 内存芯片以及 DDR4 模组，产品具备高速传输、低功耗、可靠性高等优点，产品已经获得国内外客户认可，目前产能和研发进展顺利。

投资建议

公司是全球领先的存储器芯片及 MCU 供应商，受益半导体自主可控趋势，同时是国家存储芯片战略平台之一。预计 20/21/22 年归母净利润分别为 9.5 亿/13.0 亿/16.2 亿元，对应 PE 分别为 91X/67X/54X。参考 SW 半导体行业 PE（TTM）为 93 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：

下游需求下滑、对外合作不及预期、新产品量产不及预期、研发放缓。

【民生环保】兴源环境(300266)调研简报：新希望定增意义深远，股权激励彰显信心
（杨任重，分析师 S0100520070001，021-60876723）

分析与判断

1、定增巩固新希望控股地位，后续业务开展有望获得更多集团支持

11 月 16 日，公司公告增发预案，拟向控股股东新希望投资集团及其一致行动人南方

希望实业发行不超过 4.7 亿股股份（约占发行前总股本的 30%），募集 14.3 亿资金，用于优化资本结构、扩大业务规模。发行完成后，新希望持股比例将由 23.6%提升至 41.1%，其控制权得到进一步巩固。同时公司负债率有望由 Q3 的 76%下降至 67%，未来业务开展也有望获得更多集团内的资源支持，从而加快推动“内部与新希望集团

2、产业协同、外部与大型央企国企合作”两支柱的发展模式。

以点带面打造“智慧城乡生态环保排头兵”，集团微循环畅通、商业模式顺畅

高标准高投入的现代化养殖成为趋势，新希望六和养猪产能的大举扩张为公司切入养殖生态领域提供了良好的契机，据公告前三季度公司相关收入已达近 5 亿元，全年或达 16 亿元，未来养殖生态的内涵也有望持续丰富。2019 年末以来公司承接了投资额达 11 亿的伊春市生态修复等大型项目，参与了抗疫“两山”医院的建设，行业知名度持续提升，新增订单迎来拐点，同时在手 PPP 项目基本完成梳理。大股东变更后公司仍保留了民企高效的经营决策机制和此前完善的环保产业链布局，未来新希望集团农牧、地产等板块有望充分受益公司生态环保业务带来的外部效应，公司亦有望通过集团的支持获取订单、改善现金流，从而打通集团层面的微循环。

3、核心团队完成组建，股权激励彰显信心

19 年 4 月公司股权变更完成后，新希望环保团队到岗赴任。今年 10 月公司新总经理上任，同时新任命了两名副总，此外持续招揽了科技、金融等方面的优秀人才。目前公司高管团队已基本稳定，成员曾在新希望、华夏幸福、北控水务、巴安水务等知名企业任职，具备丰富的项目运作和管理经验。11 月公司公告股权激励草案，拟授予 70 名核心高管及业务骨干占总股本 1%的限制性股票，2021~2023 年净利润考核目标分别为 2.5、4.5 和 6.5 亿元，业绩弹性较为可观。

投资建议

公司在手 PPP 项目已基本完成梳理，未来定增事项的落地将为公司融资及业务开展提供进一步支持。我们看好公司“智慧城乡生态环保排头兵”的独特定位以及两支柱、三要素的发展模式，假设定增事项 2021 年落地，则预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.1、0.13 和 0.23 元/股,对应当前股价 PE 34、27 和 15x，略高于生态园林行业 21x 的 2021 年平均 PE，但后续增长潜力更大，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示

1、新业务拓展不及预期；2、在手项目梳理进度不及预期。

【民生传媒】周报：微信视频号重磅更新，快手拟明年 2 月上市

（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

一周行情：

上周传媒（申万）指数整体下跌 4.77%，同期沪深 300 指数上涨 0.84%，板块跑输沪深 300 指数 5.61 个百分点，位列所有板块第 28 位。从个股看，传媒（申万）板块涨幅排名前五位的个股分别是*ST 中南（15.05%）/腾信股份（9.59%）/*ST 长动（6.02%）/天威视讯（4.91%）/文化长城（4.6%）。数知科技（-32.32%）/惠程科技（-21.58%）/捷成股份（-19.91%）/力盛赛车（-17.44%）/美盛文化（-16.3%）领跌。截至上周五，传媒（申万）指数市盈率 37，低于历史均值（2014 年至今）47.85；估值溢价率为 137%，低于历史估值溢价率均值（289%）。

行业要闻：

【快手】拟明年 2 月赴港上市

快手赴港上市日期拟定在明年 2 月 5 日，承销商将预期目标提升至 500 亿美金估值。此前，快手已于 11 月 5 日向港交所递交了招股书。2017 年至 2019 年，快手收入分别为 83 亿亿元、203 亿元和 391 亿元，同时期的毛利率分别为 31.3%、28.6%、36.1%。

【微信】视频号重磅更新，推出多项新功能

12 月 24 日，微信最新 7.0.20 版本对视频号进行了多项更新，增加了连麦、购买虚拟道具微信豆、新的流量入口等功能。

投资建议

1）游戏板块：游戏目前估值处于相对低位+景气度改善+供给侧改革龙头集中度提升+字节入局游戏重塑产业链价值分配+5G 云游戏催化+政策推动，当前位置配置性价比依然很高，看好游戏板块后续表现。推荐标的：电魂网络、掌趣科技、宝通科技、完美世界、三七互娱、吉比特等。

2）电商板块：疫情期间直播电商和短视频营销的高速增长为整个产业链带来行业红利，从目前电商及内容平台龙头纷纷加紧直播带货布局，我们认为直播电商和短视频营销将是未来三~五年的大趋势，目前仍处行业发展早期，看好板块长期前景。建议关注平台类公司如值得买（拓展直播/短视频业务布局的内容导购平台）、天下秀（背靠微博，KOL 营销代理龙头）和芒果超媒（拟引入战略投资者，并定增 45 亿用于内容库建设）。

3）电影板块：对于电影票房：我们预计 2020 全年电影票房 200 亿收官，从目前线下影院恢复情况看，预计 2021 年相比 2019 年票房增速在 10%左右。对于银幕增速：疫情导致供给端银幕增速大幅下滑，我们预计 2020 年~2021 年银幕数增长在 0%~10%之间。对于行业格局：根据艺恩数据，疫情之后 TOP3 影投万达、大地、横店市占率均有提升，其中万达影投市占率提升 1.8%至 14.7%，我们认为中长期电影市场恢复及银幕增速下滑将驱动单银幕产出在 2021 年迎来拐点，而疫情后头部影投公司市占率提升将进一步利好头部影投公司，建议关注万达电影（院线龙头，《唐人街探案 3》定档 2021 年春节档）、横店影视（运营效率最高）。

风险提示

冬季来临疫情增加不确定性，传媒政策监管趋严，游戏版号限制。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，冬季来临全球疫情持续恶化的风险，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。