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 22 日

客户观点反馈

客户看好2021年上半年的A股市场。关注估值较低+盈利改善方向，比如机械、汽车、航空机场等顺周期主线，以及估值有绝对优势的大金融板块。同时，成长仍然是未来长期重点关注方向，特别是新兴经济如科技、医药及消费升级等板块。

总量观点

【民生宏观】库存周期：理论机制、决定因素与前景展望

（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

库销比是理解库存周期的关键一环。（1）销售增速变化领先于库存周期变化。传导机制上，当需求回暖，销量上涨，企业会相应增产，开始补库存过程；当需求回落，销量下跌，企业会相应减产，进入去库存过程。销售增速变化领先于库存周期变化约1到2个季度，因此销售增速变化可以看作库存周期的领先指标。（2）库销比综合反映了库存和销售的相对力量变化，而销售领先于库存，因此库销比成为库存周期的镜像，能够帮助判断库存周期。（3）库销比是判断库存水平合理与否的重要指标。遵循库存比的变动逻辑，库销比存在一个合理区间，也可以用来判断库存水平处在哪一阶段。

库存周期是需求变化的映射。从经验规律看，PPI领先于库存周期，可以根据PPI判断库存周期。但不可忽视的是，库存变化和PPI都是需求变化的映射。以美国为例，代表需求的美国出口变化平均领先于PPI变化1个季度，所以出口是更加领先的指标，也表明了需求推动了PPI和库存周期的变化。因此，不宜盲目机械地使用PPI 判断库存周期，应结合需求综合考量。

新一轮库存周期有望在2021年开启。从库存阶段角度，当前企业刚刚结束“被动去库存”的阶段，逐步过渡到“主动补库存”。9月份至今，需求持续强劲增回复，库存的下降趋势变得明显。我们判断，当前库存已经步入低区间，企业利润不断向好，企业补库存积极性高涨。从需求角度，宏观经济需求侧持续向好的趋势预计不会改变。(1）内需：经济增长稳定回复，居民消费能力和消费信心持续提振。（2）投资：固定资产投资与制造业投资保持加速态势，民间投资预计也将继续改善。(3）出口:在疫情持续肆虐的期间,我国会继续为海外填补供需缺口，高景气预计至少持续到明年下半年。

综上所述，我们认为，新一轮库存周期值得期待。

风险提示：全球疫情传播持续恶化，国内外政策超预期收紧。

行业观点

【民生传媒】手游市场收入高增，当前游戏板块性价比较高

（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

一周行情：

上周传媒（申万）指数整体上涨0.27%，同期沪深300指数上涨2.26%，板块跑输

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】库存周期：理论机制、决定因素与前景展望

【民生传媒】手游市场收入高增，当前游戏板块性价比较高

【民生食饮】预计明年调味品龙头将以间接提价动作实现战略目的

【民生电子】中芯国际-U(688981):短期先进工艺受到影响，长期成熟工艺潜力巨大

沪深300指数1.99个百分点，位列所有板块第20位。从个股看，传媒（申万）板块涨幅排名前五位的个股分别是中视传媒（11.66%）/横店影视（9.69%）/分众传媒（9.12%）/文化长城（7.82%）/新华传媒（7.07%）。力盛赛车（-25.25%）/因赛集团（-24.17%）/凯文教育（-22.69%）/ST东网（-16.26%）/*ST当代（-15.71%）领跌。截至上周五，传媒（申万）指数市盈率为37.00，低于历史均值（2014年至今）47.85；当前传媒（申万）板块相比沪深300估值溢价率为137%，低于历史估值溢价率均值（289%）。

行业要闻：

中国游戏分级标准公布，分8+、12+、16+三级：2020年度中国游戏产业年会发布《网络游戏适龄提示》团体标准。此团体标准分级将中国游戏分为三部分，依次为绿色指示的8+、蓝色指示的12+、黄色指示的16+。

腾讯视频2020年度分账总票房达4.93亿元：腾讯视频发布《2020年腾讯视频年度指数报告》,截止到11月30日,腾讯视频本年度共有15部网络电影分账票房破千万，腾讯视频年度分账总票房达到4.93亿元。

投资建议：

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，再次重申买入机会。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。**

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）。**

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：疫情增加不确定性，传媒政策监管趋严，业绩快报发布部分公司表现不及预期，游戏版号限制。

【民生食饮】预计明年调味品龙头将以间接提价动作实现战略目的

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

12月模拟组合：五粮液（25%）、天润乳业（25%）、燕京啤酒（25%）、甘源食品（25%）。本周民生食饮模拟组合综合收益率为4.50%，跑赢上证指数（1.43%）、沪深300指数（2.26%）及中信食品饮料指数（3.95%）。12月至今，我们的模拟组合综合收益率为5.81%，跑赢上证指数（0.09%）和沪深300指数（0.80%），跑输中信食品饮料指数（11.38%）。

白酒：12月行业进入“缩量挺价”时间，板块行情如预期重回权重股行情。我们认为，近期白酒行业即将进入春节旺季前的“缩量挺价期”，如本周酒鬼酒宣布内参酒将停货，板块情绪有望得到逐步提振，我们认为板块行情将以估值切换的名义逐步转入权重股行情。**投资建议仍是重点推荐增长确定性组合：推荐贵州茅台+**

五粮液+泸州老窖+山西汾酒核心组合，同时关注洋河股份+今世缘+古井贡酒组合。

乳制品：今年以来乳企抢奶态势严峻，行业竞争持续趋势性趋缓确定性极高；目前板块为食品饮料板块估值最低的子板块，配置价值凸显。我们认为，当前两强相争格局中，蒙牛受制于：（1）丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利能力下降；（2）成本最大红利期已过，17年以来原奶事业部利润增量贡献已显著下降；（3）与伊利品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已过背景下，空中、地面齐头并进的策略给利润端压力增大；（4）在行业消费整体疲软情况下，难以通过大规模渠道下沉获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利脚步正在放缓。我们认为，伊利通过更有效率的费用投放及更坚定的渠道下沉动作，将逆势实现份额扩张，为未来实现业绩弹性恢复增添砝码。**今年乳企抢奶态势严峻，将从成本端及供给端双重挤压乳企买赠促销行为，行业竞争趋缓确定性极高。目前乳制品板块整体估值处于全行业最低水平，我们认为未来在整个行业竞争有望呈现边际趋缓走势情况下，板块估值有望持续得到修复。我们看好整个乳制品板块的盈利趋势性改善以及估值修复可能。推荐标的排序：伊利股份+天润乳业+燕塘乳业+新乳业+光明乳业。**

调味品：海天宣布2021年不直接提价利在长远，但间接提价仍是大概率事件。展望2021年，如疫情无大的反复，得益于餐饮端持续好转需求同比、环比持续修复，行业需求将进一步向正常化迈进。我们认为21Q1在20Q1低基数（春季备货前置+疫情冲击）下的高弹性及确定性成本压力带来的提价预期（直接或间接）将是明年调味品板块的两大核心基层逻辑。**提价预期：**2021年在成本上涨与需求复苏交织的背景下，市场对调味品行业提价预期强烈。尽管近期海天官宣2021年将不会选择直接提价，但是判断其仍将大概率通过缩减费用投放的方式实现间接提价。**需求修复：**由于低基数效应与餐饮回暖，我们判断2021年以B端渠道为主的企业收入端弹性较大，建议对相关公司予以更多关注。**竞争趋缓：**基于成本压力与需求修复的背景，我们判断明年竞争态势将稳步趋向放缓，但节奏上判断是前紧后松，而以长时间维度来看，龙头基于强力的收入导向将持续对中小企业实施有力（近期海天不提价策略预计也将加速中小企业份额出清），行业集中度提升的大趋势不可逆。

啤酒：厂商意愿以及成本压力将持续推动行业竞争趋缓、高端化演进，坚定看好啤酒板块。展望2021年，我们认为在2020年行业产销低基数的情况下，明年行业产销情况将有望实现恢复性增长。同时得益于龙头企业对高端化及利润诉求加强，行业竞争有望出现整体性趋缓。此外，行业成本压力于2021年将体现更加明显。一方面，包材同比价格将大概率出现明显抬升（货币超发推动大宗价格上涨&今年需求受损导致的价格低基数）；另一方面澳麦进口受限推动大麦综合采购成本有所抬升（预计大麦采购成本提升10-20%）。这两大成本项的提升或将进一步推动行业竞争趋缓和高端化持续演进。**行业投资建议：推荐燕京啤酒+青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒组合，关注港股华润啤酒。**

风险提示：宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、业绩不达预期、食品安全问题等。

● 个股观点

【民生电子】中芯国际-U(688981):短期先进工艺受到影响，长期成熟工艺潜力巨大

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

一、事件概述：

12 月 18 日，美国商务部网站公告将中芯国际及相关实体正式列入实体清单。

二、分析与判断：

实体清单靴子落地，大力发展成熟制程

公司被列入“实体清单”后，根据美国相关法律法规的规定，对用于 10nm 及以下技术节点（包括极紫外光技术）的产品或技术，美国商务部会采取“推定拒绝”（Presumption of Denial）的审批政策进行审核。由于美国泛林、美国应材等公司在高端半导体设备、材料领域具有领先地位，且短期内较难替代，预计会对公司 10nm 及以下先进工艺的研发及产能建设产生影响。其他适用于美国《出口管制条例》的产品或技术，供应商获得美国商务部的出口许可后可向公司供应，预计未来公司将大力发展成熟工艺制程。

成熟工艺平台产能奇缺，未来增长空间巨大

根据三季报披露数据，2020 年第三季度中芯国际营收结构中，28nm 及以下先进制程占比为 14.6%，28nm 以上成熟制程占比为 85.4%，达到 65.23 亿元。而据 IHS Markit 预测，全球晶圆代工市场规模将从 2020 年的 585 亿美元上升至 2025 年的 861 亿美元，其中 28nm 以上成熟制程占比为 48%，市场规模达 414.29 亿美元，按 1 美元=6.5 人民币汇率换算，约合 2692.89 亿人民币，是中芯国际成熟制程 20Q3 年化营收的 10.32 倍。随着新能源汽车/新能源发电/监控摄像/消费电子等领域的持续发展，带动功率半导体/图像处理/射频等成熟工艺芯片需求激增，兆易创新/汇顶科技/卓胜微/斯达半导/韦尔股份等绝大多数芯片设计公司的晶圆代工都在成熟工艺平台，造成产能紧张、缺口巨大，并且预计该趋势仍将在较长时间内持续，给中芯国际在成熟工艺平台的发展带来广阔空间。

加速国产替代，利好上游国产设备、材料公司

在中芯国际被美商务部列入实体清单后，预计未来发展重点将转向成熟工艺，出于供应链安全考虑，预计将大幅增加国产设备、材料供应。12 月 4 日公司已公告与大基金、亦庄国投成立合资企业开发 28nm 及以上制程集成电路项目。同时，本次事件可能也会对其他国内晶圆代工和 IDM 厂商产生影响，加速国产替代，利好上游国产设备、材料公司。2019 年大陆进口半导体设备金额占比最高的为镀膜设备占比 32%（化学气相沉积 23%+物理气相沉积 9%），其次是刻蚀设备 18%，引线键合机占比 12%，剩下氧化扩散炉、光刻机、离子注入机、化学抛光机等设备占比约 10%、9%、4%、 4%。

三、投资建议：

我们预计 2020/2021/2022 年公司归母净利为 36.5/42.2/48.7 亿元，对应 PE 为 116/101/87 倍。2020/12/20 申万半导体指数 PE 为 93 倍，考虑到国内成熟制程市场空间大，公司有望长期受益，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

中美贸易摩擦风险、研发进展不及预期风险、产能进展不及预期风险。

● 风险提示

全球疫情传播持续恶化的风险，中美贸易摩擦的风险，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。