民生证券 MINSHENG SECURITIES

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 18 日

客户观点反馈

市场迎来后疫情时代，明年主要投资方向可能渐渐会从高估值的龙头切换一部分到业绩好的二线弹性公司。细分行业上，疫情后复苏弹性最大的服务业。二是顺周期品种。主要聚焦于明年一季度，其逻辑是出口链条的表现将极大地超预期，并具有持续性。三是科技成长主线，在经济转轨过程中，科技股将有持续性表现。

总量观点

【民生宏观】 2021年美元将迈入弱周期

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

发达市场货币涨跌互现

美元指数的波动是由多种因素造成的，首先是受到欧元走势的影响，美元指数是通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合变化率，来衡量美元的强弱程度。其中，欧元权重占比最大，达到了57.6%，这使得欧元的走势对美元有较大反作用。因此，美国与欧洲的经济基本面对比及货币政策的对比，都将影响美元的走势。此外，流动性危机时的紧急需求，也会对作为国际通用货币的美元币值造成影响。近期的美元指数波动和这些因素都有关系。

从影响美元的这几个因素来看，未来美元大概率将进入“弱周期”。

首先从美国与欧洲经济的对比来看，在过去的几个月中，美国与欧洲的经济复苏产生了“时差”。在今年的多数时间，由于疫情防控更为得力，欧洲的经济反弹要快于美国。展望明年，就国际权威机构对于美国与欧洲经济增长的预期来看，欧洲也好于美国。国际货币基金组织（IMF）在10月发布的《世界经济展望》更新版中预计，2021年美国经济增速为3.1%，而欧元区为5.2%。值得注意的是，从历史数据上来看，在过去的24年中，有17年美国经济增长高于欧洲，但是预计明年欧洲的经济复苏要比美国更好，这将对欧元带来提振，同时压制美元走势。

其次，从货币政策来看，目前美欧货币政策仍维持宽松。受疫情冲击，美联储推出更大规模的量化宽松。数据显示，自宣布不设额度上限的量化宽松政策应对新冠肺炎疫情冲击后，美联储资产负债表两个月内已扩张两万多亿美元，总体规模逼近7万亿美元大关。同时，美联储也将联邦基金利率由1.6%左右快速下调至零附近，并引入“平均通胀目标”暗示可以接受更高的通胀率，也意味着明年通胀形势不会迫使美联储货币政策被迫收紧。美联储议息会议三季度点阵图显示，零利率有望延续至2023年以后。而货币政策可能长期保持宽松状态，这必将导致美元长期走弱。

此外，今年与往年相比还有一点不同，新冠肺炎疫情为美国带来了巨大的财政赤字，这也将对美元币值的稳定造成冲击。解运亮表示，去年美国的财政赤字率是7%，但今年预计将超过15%。相较欧元区的赤字率今年预计在2%至3%之间，大幅低于美国。由于美元背后依靠的是美国联邦政府的财政实力，因此财政赤字率大，将动摇美元的信用基础。整体上看，在这些因素的综合影响下美元将进入“弱周期”，而这一周期预计将持续至少两年时间。

欧元方面，近期的英国脱欧或将为其汇率带来一定的不确定性。不过，受影响的

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

【民生宏观】我们将迎来“经济强复苏+政策弱收紧”的组合

【民生计算机】政策推动超高清落地，5G重要应用新一轮景气周期可期

【民生食饮】新乳业(002946):考核目标侧重并购绩效，锚定长期发展

【民生环保】华宏科技(002645)深度报告：再生资源利用新星，汽车拆解成长潜力值得期待

将主要是欧元与英镑间的汇率，对于欧元的整体币值以及其对美元汇率产生的影响较小。如果英国与欧盟最终没能达成贸易协议，那么可以预见英镑相较于欧元将面临贬值风险，欧元则会进一步升值。但整体而言，欧元对美元受脱欧影响较小。

新兴市场货币未来可期

新兴市场货币在美联储加息周期或“强美元”周期面临的风险较大。明年美联储预计将维持宽松政策，美元也大概率走弱，在这样的背景下，新兴市场货币面临的压力相对较小。因此，相较于美元，明年的新兴市场货币更具升值空间。澳新银行分析认为，亚系新兴市场货币在2021年全年将继续走强，原因主要有以下三方面：首先，该地区对疫情的控制相对良好，令经济受到的冲击幅度受限；其次，明年全球经济环境在疫苗的广泛应用下将进一步好转，这对于依赖出口产业的亚洲经济体也是利多；最后，全球资金当前向亚太市场流动，明年也会继续下去。

风险提示：全球疫情传播持续恶化，地缘政治摩擦加剧。

● 行业观点

【民生机械】叉车行业深度研究：聚焦叉车龙头，景气度可持续

（徐昊，分析师 S0100520090001，18600163976）

出口+国内双轮驱动，国内叉车龙头有望逐步成长为全球巨头

核心结论：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，逐步成长为具有强竞争力的全球巨头。

国内外需求共同驱动叉车行业高增长

国内叉车长期市场空间广阔，短期迎来高增长。短期来看，行业的高增长的原因主要包括：1）疫情后国内需求逐步恢复，制造业回暖；2）国外疫情持续恶化，国内出口需求增加，驱动制造业景气度进一步提升；3）较为宽松的流动性环境下，叠加需求较好的背景，增购及置换叉车需求增加。

长期来看，我们认为叉车行业可以持续增长的原因包括：1）国内人工成本上升，搬运等体力工人供给严重缺乏，叉车对人工的替代是长期逻辑；2）过去 5 年电动叉车占比逐步提升，目前国内份额已经占到 50%左右，未来仍将长期对燃油叉车进行替代；3）智能仓储的渗透率提升，驱动 AGV 应用的逐步提升；4）国内目前每百亩工业厂房叉车数量相比美国和日本显著较低，未来可提升空间仍然巨大；5）国内叉车出口占比不到 25%，海外渗透率可提升空间大。

景气度可持续，行业集中度持续提升

2020 年三季度叉车行业景气度进一步提升，行业同比增速稳定在 40%-70%的区间内，持续出现高增长，头部企业获得优于行业的增速，市场份额进一步提升。目前杭叉集团、安徽合力等头部企业叉车订单饱满，需求持续增加，部分叉车已经开始 3%-5%的提价，行业盈利能力和空间持续改善。

国内叉车行业经过长期的发展之后，行业格局已经基本形成，龙头的产品线布局、经销商体系、技术路线已经基本成熟，出口的比例逐年提升，基本拥有了打造全球巨头的潜质。国内叉车企业的产品性能和技术路径的侧重点有所不同，仍处于相互渗透的过程中，价格策略上比较接近，与行业的景气周期相关性较高。

国内叉车企业进入快速增长期，有望诞生国际性巨头

国内叉车进口替代效应逐步显现。我们认为，国内进口叉车占比已经很低，呈小幅下降趋势，除去部分特定环境使用的叉车需要进口，国内需求基本已经实现国产替代。主要原因包括：1）国内叉车龙头技术、品牌力和产品力持续提升，实现国产替代；2）部分外资叉车企业在国内合资建厂和销售渠道，占据部分国内市场份额；3）国产叉车品牌较快提升电动化和智能化的水平，并且可以提供更好的售后服务，加速国产替代；4）进口叉车价格相对较高。

国内叉车龙头壁垒已建立，行业地位稳固。海外疫情控制仍需一段时间，海外制造业中短期内大概率无法回到正常水平，国内制造业的高景气周期中短期内仍可持续。国内叉车龙头已拥有完善的产品营销网络、产品线及电动化智能化技术储备，行业地位稳固。随着海外渗透率的不断提高以及国产叉车性能的持续优化，国内龙头企业全球市占率将进一步提升，有望成为叉车行业的国际性巨头。

投资建议：目前叉车行业主要三家上市公司的估值情况为，2020 年预计估值的平均数在 17 倍，根据盈利预测，2021 年安徽合力和诺力股份估值均约 12 倍，对比行业主要公司的平均估值，并给予安徽合力一定龙头溢价，仍有一定估值提升的空间。杭叉集团目前部分产品已经涨价，涨价幅度在 3-5%，考虑到涨价后对盈利的支撑，2021 年业绩增速在 35%左右，估值相对行业平均水平会相对更高。结合目前的估值情况，我们持续看好叉车行业，建议关注已经拥有完善的产品营销网络、产品线及电动化智能化技术储备的叉车企业，建议关注：杭叉集团、安徽合力和诺力股份。

风险提示：国内制造业景气度不及预期风险，叉车行业景气度不及预期风险，叉车行业集中度提升不及预期风险，叉车出海不及预期风险。

【民生传媒】11月社零及线上消费数据点评：11月社零同比增长5%，网上零售渗透率新高

（刘欣，分析师 S0100519030001，18811312510）

统计局近日公布 11 月份社零数据，社会消费品零售总额 39514 亿元，同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35497 亿元，增长 4.2%。1—11 月份，社会消费品零售总额 351415 亿元，同比下降 4.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 316884 亿元，下降 5.0%。

消费温和复苏延续，手机、化妆品、珠宝等表现亮眼。按消费类型分，餐饮消费上 11 月份餐饮收入 4980 亿元，下降 0.6%，10 月份为增长 0.8%。1—11 月份餐饮收入 34578 亿元，下降 18.6%，粮油食品、饮料、烟酒等消费品类增速仍保持相对高位，同比增速分别为+7.7%/+21.6%/+11.4%/。而通讯器材（同比增长 43.6%）、化妆品（同比增长 32.3%）、金银珠宝（同比增长 24.8%）增速位列前三，我们认为是由于双十一电商促销活动的刺激。服装鞋帽同比增长 4.6%，仍保持温和增长态势。

网上零售额同比增速有所放缓，渗透率再创新高。11 月网上零售额同比增长 11.4%，实物商品网上零售额同比增长 12.1%。对比去年同期 24.6%与 26.7%的同比增长率增速均有所放缓。我们认为主要是由于今年双十一各平台促销活动普遍提前至 10 月份和促销时间的拉长所致。而 11 月份网上零售渗透率提高 2.3%达到 30.8%，渗透率再创新高。

社零和线上消费数据显示我国消费仍在持续温和复苏，对于通讯器材、化妆品、珠宝等可选消费品购买热情高涨。看好双十二购物节和圣诞、元旦等节日密集刺激下，社会零售消费进一步复苏，和随着人口结构和消费方式逐步变化带来的消费升级机会。建议关注：颜值经济板块（交运社服联合覆盖）个股爱美客、华熙生物、珀莱雅等和跨境电商公司吉宏股份。

风险提示：冬季疫情出现反复；消费复苏不及预期。

- 个股观点

【民生化工】花园生物（300401）事件点评： 政策优化行业格局，一体化产业链优势初显

（方驭涛，分析师 S0100519070001，15021817583）

2020 年 12 月 13 日-14 日，公司作为战略合作伙伴，参与组织了“2020 年中国维生素产业发展高层论坛”，本届论坛的主题是“维生素产业格局中的危与机”。

行业格局分化，公司稳坐龙头地位。目前全球维生素 D3 产能约 14600 吨/年，2019 年中国维生素 D3 产量为 5650 吨，公司 2019 年维生素 D3 产量为 2000 吨。据博亚和讯，目前维生素 D3 多方供应格局仍然存在，但花园生物对市场主导力量仍然较大。公司始终围绕“打造完整的 VD3 上下游产业链”的发展战略进行产品的研发、生产和销售，已确立了在 VD3 领域的核心竞争优势。

VD3 上下游产业链已基本打通，未来产能进一步释放。近年来，公司三大主要产品运营情况良好，发展势头良好。2017 年-2019 年，公司营收从 4.2 亿元增长至 7.18 亿元，复合增长率为 30.80%，整体看来公司战略布局效果初显，有持续增长的潜力。公司目前在建产能包括了“年产 1200 吨羊毛脂胆固醇及 8000 吨精制羊毛脂项目”、“年产 1200 吨 25-羟基维生素 D3 项目”及“年产 3600 吨饲料级 VD3 及 540 吨食品级 VD3 粉项目”等 11 个项目，预计明年二、三季度落地，全部投产后均可被市场消化，进一步拉动公司业绩。

新国标优化竞争格局，下游迎来需求拐点。2020 年 7 月 1 日起国内开始实施 VD3 新标准，规定 VD3 油起始原料为羊毛脂胆固醇，限制脑干胆固醇在国内的使用。公司作为目前国内唯一规模化生产的羊毛脂胆固醇生产企业，未来盈利能力将进一步增强。同时，国内生猪产能正快速恢复，2019 年 Q4 以来，我国生猪存栏量、能繁母猪存栏量连续四个季度环比增长，预计 12 月后期生猪养殖继续释放产能，将进一步刺激饲料行业对维生素 D3 的需求。

2020 年受疫情影响，公司业绩有所下降，随着明年新增产能落地投产，其中 25-羟基维生素 D3 系列产品有望大幅增厚公司业绩。预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.61、0.80 和 1.15 元，对应 PE 分别为 25、19 和 13 倍。参考维生素板块当前平均 42 倍 PE 水平，考虑公司三大核心业务稳步提升，下游需求迎来拐点，业绩增长有保障，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新冠疫情反复；扩产投产进度不达预期；下游需求不达预期

- 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。