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 16 日

● 客户观点反馈

近两周市场节奏变化较快，A 股估值普跌，但市场情绪回落有望触底。继续看好从基建地产周期转向全球原材料周期/可选消费/以及新能源科技，关注苹果产业链龙头。

● 总量观点

【民生策略】21 年年度投资策略：环境易变，聚焦合理估值下的确定性

（李锋，分析师 S0100511010001，(8610) 85127632）

策略体系简介：策略研究的重点应该在哪。随着 A 股资金生态的改变，以及与国际接轨的程度加深，我们观察到，股票资产的定价也在和国际市场看齐。主流资金按照业绩和增长的确定性，对资产价格进行了明确的分层，各“赛道”前几名的优质资产的估值体系被进一步重构。这实际上反映了 A 股市场当前的三点规律：1、随着 A 股与国际市场接轨，资金的定价效率明显提高；2、经济增速下移，各板块各“赛道”的公司根据其成长空间和资产质量被明显区别对待；3、流动性宽松，资金成本低廉，使得核心资产被集体抢筹。适应于当前环境，我们认为策略研究体系应该从以往的大势研判、行业配置进一步细化为系统性风险判断、优质“赛道”识别和行情判断上，而这也需要策略研究打通宏观、中观、微观，对研究者提出了更高的要求。

宏观环境展望：复苏已是一致预期，但不确定性较大。对于明年国内的几大宏观变量周期我们判断，地产和基建周期拐头下行，经济复苏的重心会转向消费和制造业投资，结构上服务业和可选消费更优，而制造业投资总体增速继续上行可能有限，高端制造业投资增速可以继续保持。社融增速在十一月见拐点之后会继续趋势回落，利率易上难下。分季度来看，Q1-Q2 是能见度较高的阶段。Q3 宏观环境将在经济复苏、通胀、政策节奏的多重组合中带来较大不确定

产业趋势判断：21 年可以聚焦于哪些优质“赛道”。展望明年，权益资产的核心矛盾是：资金成本抬升、机会成本（债券收益率）上升，风险偏好将随经济修复和政策不确定性而高位波动。因此对于高确定性的核心资产，不宜追涨，既要等待合理估值也要更集中于有长期逻辑不易受短期扰动的方向。对于更大范围的中等确定性的资产，估值已经不便宜的背景下，需要进一步集中在业绩改善提升空间大的方向。

基于此，我们筛选了 5 大板块，13 个方向，共 27 个“赛道”，可以进一步作为明年的核心股票池挑选依据。

年度策略：环境易变，聚焦合理估值下的确定性。Q1 阶段由于疫苗生产落地尚未能达成一致预期，线下消费的复苏仍会受到制约，且海外短期仍然受困于愈演愈烈的新增病例，因此市场整体仍将偏向震荡，机会主要集中在：1、前期回调到位且有基本面催化；2、能够在一季报业绩增速上形成预期差，这两大方向上。

Q2 阶段随着疫苗生产和实际效果逐步被验证，以及欧美财政刺激逐步落地，消费板块将得到演绎，业绩修复的弹性也会更大。二季度末开始需要更加关注系统性风险的演绎，尤其是海外发达国家经济增长和延伸的通胀预期。如果货币政策转向防通胀，权益资产表现可能会迎来明显分化，能够对冲通胀的周期板块更优，而如果经济修复不及预期，宽松政策延续，科技消费的方向仍将是主线逻辑。

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

【民生策略】21 年年度投资策略：环境易变，聚焦合理估值下的确定性

【民生金工】日报：指数震荡上行，择时观点维持谨慎

【民生食品饮料】2021 年投资策略报告：低基数效应下基本面修复及通胀提价预计将是明年主线

【民生电新】特变电工（600089.SH）：与隆基签订重大合同，看好多晶硅业务弹性

风险提示：海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

【民生金工】指数震荡上行，择时观点维持谨慎

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，010-85127519）

市场表现综述

最近一个交易日（2020-12-14）。上证综指上涨 0.66%，上证 50 上涨 1.16 %，沪深 300 上涨 0.92 %，中证 500 上涨 0.8 %，创业板指上涨 1.44%。

林牧渔行业指数涨幅最大，上涨 2.33%。煤炭行业指数跌幅最大，下跌 5.50%。

沪深两市涨停 63 家，跌停 34 家。中小企业板涨停 18 家，跌停 15 家。创业板涨停 4 家，跌停 0 家。

择时观点

择时观点方面，各宽基指数延续看空观点，择时观点持续谨慎。指标状态方面，各宽基指数相较于前日均有下滑。

资金流向

截至 2020 年 12 月 11 日，两融余额为 15781.9 亿元。其中，融资余额 14638.61 亿元，融券余额 1143.29 亿元。融资买入净值-47.08 亿。融资融券余额占 A 股流通市值 4.47%。沪股通资金净流入-10.09 亿元（人民币）。沪市港股通资金净流入-5.85 亿元（人民币）。深股通资金净流入-29.59 亿元（人民币）。深市港股通资金净流入 6.42 亿元（人民币）。北向资金净流入-39.68 亿元（人民币）。

市场热点——龙虎榜

今日上榜异动股票成交金额排名前十：（002709.SZ）天赐材料、（300313.SZ）天山生物、（000596.SZ）古井贡酒、（000860.SZ）顺鑫农业、（300568.SZ）星源材质、（002617.SZ）露笑科技、（000521.SZ）长虹美菱、（300389.SZ）艾比森、（002612.SZ）朗姿股份、（300752.SZ）隆利科技。**风险提示：**中美贸易谈判不及预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

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

【民生食品饮料】2021 年投资策略：低基数效应下基本面修复及通胀提价预计将是明年主线

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

今年板块延续 19 年戴维斯双击走势，明年把握基本面修复及提价两大主线。回顾今年板块走势，板块基本延续 2019 年尤其是 19H1“戴维斯双击”行情，估值抬升仍是行情的核心推动因素。展望 2021 年，我们认为食品饮料大部分子行业将在疫情冲击低基数基础上实现需求端的显著恢复；此外为应对疫情，全球开启量化宽松局面，预计全球范围内定价的大宗原材料将大概率进入价格上行通道，将大概率推动基础通胀触底走高。总结来说，我们认为，如果新冠疫情在国内不发生大范围反复，预计低基数效应下的基本面修复及通胀大概率稳步走高背景下的提价预期将有望成为明年的两条行情主线。主线一：基本面修复——疫情冲击下受损明显的行业预计将逐步进行基本面修复，以白酒、乳制品板块为重点关注；主线二：提价预期——原材料、包材成本上升预计将推动部分行业兑现提价预期，以啤酒、调味品板块为重点关注。

白酒：明年行业大概率仍处景气上升周期。高端：结构性供不应求将持续支撑高端白酒批价、引领牛市格局。茅台供不应求局面将持续演绎支撑批价维持高位，高景气度大概率延续。次高端：把握两大行业发展趋势。趋势 1：扩容与马太效应具备确定

性，次高端价格空间打开+酒企积极布局+消费升级，价格带与容量双扩容具备确定性，重视低基数下 2021 年高业绩弹性机会；趋势 2：酱香热，次高端酱酒在价格与香型上符合消费者对酱酒认知，同时承接茅台外溢需求；大众酒：分化中把握三条主线：1）核心市场所在区域的增长潜力，白酒需求能否持续增长；2）企业运营能力，能否做到“人有我优”；3）战略规划目光的时间跨度，企业是否着眼长远发展。

啤酒：行业成本压力走高，加速高端化时点已至。行业发展已进入新阶段。行业产量于 2013 年见顶，萎缩趋势或难以逆转，在此基础上竞争格局趋稳、竞争激烈程度趋缓，结束跑马圈地后各啤酒企业的竞争侧重点从营收端转移至利润端，提高产能利用率、释放盈利空间成为发展主线。成本上行催生提价窗口，加速高端化正在路上。2021 年大麦与包材成本同比上行是大概率事件，随着疫情影响淡化、动销恢复，成本上行或将复刻 2018 年催生行业提价窗口，在啤酒高端化成为行业趋势的未来，应关注企业在产品高端化过程中的主观能动性，重视产品、渠道和市场方面公司的战略举措。

乳制品：成本端压力仍在，行业竞争有望持续趋缓。成本端：原奶供应仍然吃紧，成本端压力持续。今年疫情影响基本结束后，原奶供给恢复速度仍落后于下游需求恢复速度，原奶供求缺口显现，行业抢奶现象明显，成本端承受压力显著。上游布局方面，两强加剧奶源布局争夺战，奶源进一步向头部企业集中。市场格局：后疫情时代预计两强竞争将整体趋缓，但局部对位竞争仍将维持高位。20Q3 出于对利润的追求，两强均主动降低费用投放。此外，20Q3 出现行业性缺奶，且奶价有所上行，也在供给端客观限制了买赠活动的开展。成本压力叠加自身意愿，行业竞争热度均有进一步下滑态势。从未来 2-3 年周期维度来看，未来行业竞争将逐渐趋缓将是大概率事件。

调味品：提价预期与需求修复是 2021 年核心投资逻辑。提价预期：2021 年在成本上涨与需求复苏交织的背景下，调味品行业系统性提价预期强烈，并且提价窗口期大概率在 21Q2 之后，建议把握提价当季度拔估值推动的上涨行情。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，但是不宜对利润端弹性预期过高（包材成本下降与控费导致 2020 年净利率上升）。竞争放缓：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，龙头在强烈的收入导向下终将回归高费用投放，行业集中度提升的大趋势不可逆。

肉制品：成本压力得到缓解，头部企业逆势扩张。成本端，受鼓励政策及利润驱动，生猪存栏量、出栏量等指标大幅好转，猪价大幅回调，进入下行趋势；受 2020 年肉鸡供给扩大，引种量大幅回落影响，鸡肉价格进入宽幅震荡；鸭价小幅回落。肉价下调利好下游肉制品企业成本端。企业经营方面：双汇加大进口肉采购，有效控制肉制品成本；疫情期间，卤制品企业利用行业整体不景气时机，逆势扩张门店，为未来发展打好基础。

风险提示：疫情或其他因素导致宏观经济增长不达预期、上游原材料价格异常上涨、食品安全风险以及其他不可预测风险等。

● 个股观点

【民生电新】特变电工 (600089)点评报告：与隆基签订重大合同，看好多晶硅业务弹性

（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

一、事件概述

12 月 14 日，公司发布公告，子公司新特能源与隆基股份 7 家子公司签订采购协议，隆基子公司 2021 至 2025 年向新特能源采购原生多晶硅料不少于 27 万吨。隆基子公司按月采购，订单价格每月协商确定。按当前单晶致密料成交均价 8.05 万元/吨测算，

合同总金额预计 192.35 亿元人民币。

二、分析与判断

两家下游龙头已基本预订公司大部分多晶硅产能，未来满产满销无虞。新特能源目前年产能约 8 万吨。公司 9 月份公告与晶澳太阳能全资子公司签订战略协议，晶澳 2020 年 10 月至 2025 年 12 月向新特能源采购 9.72 万吨多晶硅，平均每年 1.85 万吨。此次公司与隆基签订协议，2021 至 2025 年内采购 27 万吨，平均每年采购 5.4 万吨。仅隆基、晶澳两大客户每年将从公司采购 7.25 万吨以上多晶硅，意味着公司大部分产能已被基本预订完，预计未来满产满销无虞。

下游锁定产能背后印证硅料供应紧张，多晶硅若涨价有望带来较大业绩弹性。光伏需求持续增长，我们预计 2021 年全球光伏新增装机达到 170GW。同时，硅片环节大幅扩产，2021 年底单晶硅片产能将达到 330GW，同比+54%，多晶硅 2021 年底名义产能仅 68 万吨，同比仅增长 14%，且明年新产能释放集中在 Q4，考虑到产能爬坡，2021 年基本无太多新增多晶硅供应，多晶硅供应紧张可能进一步加剧。目前除签订协议锁定供应外，下游硅片厂已在开始增加多晶硅库存，应对未来可能的价格上涨。我们预计 2021 年全年多晶硅均价 8 万元/吨，乐观情况下有望达到 9 万元/吨以上，多晶硅料含税售价每提升 1 万元/吨，预计将增厚公司 2021 年归母净利润约 4.6 亿元。

变压器毛利率迎来拐点，输变电成套工程在手订单充足。公司传统输变电业务包括变压器、电线电缆、输配电成套工程。公司是全球变压器龙头，在国网、南网集采中保持前三。变压器业务 2018 年以前毛利率基本保持在 23%-26%，受电网集采、竞争加剧等影响，毛利率有所下滑。2019 年是盈利低点，毛利率仅 15.6%。随着公司加强成本管控、开拓海上风电等新市场，2020H1 变压器业务毛利率已回升至 19.4%。公司国际成套系统集成业务合同额 60 亿美元左右，在手订单充足，随着海外疫情好转，未来有望贡献较高收入增速。

三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 26.38、34.67、37.77 亿元，同比增长 30.7%、31.4%、8.9%，对应 PE 分别为 11、9、8 倍。公司变压器业务迎来盈利拐点，多晶硅业务有望贡献较大业绩弹性，参考 CS 太阳能板块 TTM51 倍估值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：光伏装机增长低于预期，下游扩产低于预期。

● 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。