民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 11 月 27 日

客户观点反馈

短期看，在经济修复的背景下，顺周期行情有望继续演绎，关注化工、有色金属的细分行业以及消费行业中的引流制造。展望明年，市场“杀估值”压力较大，配置上偏好业绩弹性大、确定性较强的品种。

总量观点

【民生金工】指数单边下行，量能逆势回升

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，010-85127519）

1. 市场表现综述。最近一个交易日（2020-11-25）。上证综指下跌 1.19%，上证 50 下跌 0.65 %，沪深 300 下跌 1.28 %，中证 500 下跌 1.93 %，创业板指下跌 2.22%。各行业指数全线下跌。仅非银行金融行业指数收涨，上涨 0.13%。有色金属行业指数跌幅最大，下跌 3.11%。沪深两市涨停 48 家，跌停 23 家。中小企业板涨停 18 家，跌停 9 家。创业板涨停 2 家，跌停 1 家。

2. 择时观点。择时观点方面，创业板指为看空观点，其余各宽基指数均为看多观点。指标状态方面，中证500指数下降，其余各宽基指数均有回升。

3. 资金流向。截至2020年11月24日，两融余额为15770.44亿元。其中，融资余额14586.78亿元，融券余额1183.66亿元。融资买入净值45.34亿。融资融券余额占A股流通市值4.41%。沪股通资金净流入-9.24亿元（人民币）。沪市港股通资金净流入11.34亿元（人民币）。深股通资金净流入7.87亿元（人民币）。深市港股通资金净流入8.14亿元（人民币）。北向资金净流入-1.38亿元（人民币）。

4. 市场热点——龙虎榜。今日上榜异动股票成交金额排名前十：（000625.SZ）长安汽车、（600363.SH）联创光电、（002075.SZ）沙钢股份、（000816.SZ）智慧农业、（300713.SZ）英可瑞、（600105.SH）永鼎股份、（000545.SZ）金浦钛业、（605068.SH）明新旭腾、（300890.SZ）翔丰华、（002920.SZ）德赛西威。

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

【民生食品饮料行业】板块热点扩散，茅台20Q4直销配额增幅明显

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513；熊航，分析师 S0100520080003，0755-22662026）

11月模拟组合：洋河股份（25%）、广州酒家（25%）、燕京啤酒（25%）、恒顺醋业（25%）。本周模拟组合收益率为2.42%，跑赢上证指数（2.04%）、沪深300指数（1.78%）及中信食品饮料指数（2.35%）。11月至今模拟组合综合收益率为3.86%，跑输上证指数（4.75%）、沪深300指数（5.28%）及中信食品饮料指数（5.85%）。

白酒：小酒本周延续强势表现，板块结构性行情持续；茅台Q4加大直销投放，有助于引导市场关注度重回权重股。近期板块最关注热点是小酒涨幅可观。我们认为原因有如下几点：（1）近期市场风格发生轮动，成长板块出现回调。部分资金有进入消费板块进行避险需求。（2）相较必选食品板块，可选板块估值相对

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

【民生金工】指数单边下行，量能逆势回升

【民生食品饮料】板块热点扩散，茅台 20Q4 直销配额增幅明显

【民生军工】国之重器实现突破，运-20 将换装新型国产航发

【民生机械】通用设备最新观点：汽车产量同比增速持续回暖，通用设备需求获良好支撑

于必选板块而言仍具备一定优势，滞涨的小酒相较于近年来涨幅较大的一、二线白酒而言估值优势更加显著。（3）小酒Q3补库存因素推动短期业绩回暖。同整体行业节奏一致，得益于终端需求逐步恢复以及Q3渠道补库存需求，大部分酒企Q3报表端均有双位数以上的收入增长，也是近期小酒表现良好的基本面支撑。不过，尽管小酒近期上涨有一定的必然性和合理性，但短期快速上涨仍然缺乏强有力的基本面逻辑支撑。

近期茅台宣布Q4直销渠道计划4160吨。由于集团与股份公司关联交易额不得超过净资产5%，估算集团营销公司上限配额为3300吨。20H2集团营销公司可用上限配额为2040吨，因此4160吨配额中将至多有一半左右归属集团营销公司。我们以40%配额归属集团营销公司的中性假设估算，则20Q4归属股份公司直销量为2496吨，对股份公司贡献税后净利润约21亿元。按19Q4直销数据估算（19Q4直销收入约41.46亿元，假设茅台酒收入占95%，对应配额约1900吨出头），配额增幅约30%。增额部分对应税后净利润约4.8亿元，相较19Q4税后净利润增幅约为4.2%。因此，预计直销放量将使得20Q4业绩增速相较于前三季度有所提速，有助于公司完成全年业绩指引。**我们认为，茅台加大直销渠道投放将有助于市场关注度重回权重板块，我们的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持续走高；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、燕塘乳业、天润乳业、新乳业、光明乳业。**

调味品：短期数据不佳无碍板块基本面确定性。海天味业：2020全年任务不做调整，Q3表现上佳、Q4预计环比将略有降速。公司20H1收入增长14%，按全年完成率来看完成51%+。Q3公司收入端表现上佳同比+17.7%，20Q4任务压力得到明显缓解，只需同比+14%即可完成全年+15%任务。同时得益于春节错期，21Q1有望实现开门红，因此预计20Q4海天将降速过线完成任务，以较低库存迎接21Q1备货期。

中炬高新：下半年为完成全年目标仍需提速。Q2收入端25%的高增对渠道造成一定短期压力，因此7-8月份渠道处于去库存阶段，渠道以柔性打款政策应对，造成短期出货端有所降速。前三季度美味鲜收入同比+10.9%，距离全年14%的增速仍有较大差距，同时考虑今年春节错期，因此全年完成14%增长任务难度较大，但预计21Q1公司将显著体现收入端弹性。**涪陵榨菜：20Q3收入顺利高增，但业绩大幅低于收入增速。**Q3渠道出货情况总体维持较高水平，尽管二批动销放缓、库存环比走高，但渠道逐步加大促销力度以去化库存。整体看，Q3如我们预期实现15%以上收入增长，但业绩表现（+3%）显著低于我们此前预期（此前预期利润端增速高于收入），换装提价未体现在业绩端，预计主要是成本走高及费用短期确认造成业绩压力所致。近期公司更改定增预案，更改了发行对象（大股东不再参与定增）及减少发行数量、提高发行底价，新方案对投资者情绪造成一定负面冲击。**恒顺醋业：渠道改革持续推进，渠道动能持续向好。**2020年公司将制定更

高目标增长任务，渠道改革动作已开启，销售人员已实现近年来最大幅度提薪动作，同时各区域费用比也有所提升（投放重心仍然偏向于华东核心市场，外围市场也有增长，但本身费用比就高于核心市场，因此新增幅度低于核心市场）。公司将三大战区（不含本部战区）细化为八大战区（不含本部战区），渠道分裂细化动作更进一步，同时对八大战区考核趋严，预计未来营销重心将进一步向外围市场要增量、要效益，公司未来业绩弹性有望进一步加大。**行业投资建议：推荐中炬高新+恒顺醋业+涪陵榨菜组合。**

啤酒：10月行业产量下滑双位数，仍维持燕京啤酒为板块首推。10月规模以上企业啤酒产量为187.6万吨，同比下滑11.3%，这一数据也是今年以来仅次于3月（-21.5%）的最差数据。预计主要原因有两个：一是今年冷空气较多，北方地区气温显著低于去年同期；二是由于餐饮行业对10月国庆中秋黄金周预期较为乐观，因此预计9月有提前生产备货的可能（9月产量增长情况为Q3最好）。**我们持续强调燕京啤酒正迎来经营面重大拐点，市场存在较大预期差，仍维持公司为板块首推。**主要逻辑为：1、1+3品牌矩阵清晰，主品牌营销加码，三大副品牌成长性突出；2、弱势市场及弱势分、子、孙公司着眼收缩投入、提升效率，有望带动公司整体盈利逐步向好改善。**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。**

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。

【民生军工行业】国之重器实现突破，运-20将换装新型国产航发

（王一川，分析师　S0100518020001，(010)85127513）

行情回顾：本周沪深 300 指数上涨 1.78% ，国防军工板块上涨 4.30%，军工板块跑赢 2.52%。从行业来看，在中信 30 个一级子行业中，军工行业排名第 2 位。

本周核心观点：本周，航空产业链涨幅较大，包括飞机制造、配套相关个股，晨曦航空+25.2%、中航重机+15.6%、中航飞机+14.3%、洪都航空+13.4%；航空发动机配套、原材料厂商，航发科技+13.7%、航发动力+9.4%。短期建议关注航空、碳纤维、导弹产业链相关个股。**①行业基本面。**短期，疫情影响消除，军工核心资产 Q3 订单环比持续提升，全年业绩有望稳定增长。中期，新型主战装备批产提速、实弹训练以及地缘政治影响有望提升军队采购量，“十四五”期间军队采购需求将显著提升。长期，武器装备存量仍然偏低，新型装备占比较小，未来军费投入有望提升。**②板块估值。**中证军工指数估值处于历史中枢位置，后续仍有提升空间；军工核心资产估值处于十年中枢偏下位置，仍然相对较低。**③基金持仓比例。**基金重仓持股比例自 2019Q3 以来首次回升，但和 15 年高点持仓相比，提升空间大。

本周事件点评：国之重器实现突破，运-20 将换装新型国产航发。根据网易新闻报道，我国运-20 大型运输机搭载新型国产涡扇-20 航空发动机实现首飞。公开资料显示，目前我国运-20 大型运输机仍然使用俄罗斯 D-30KP-2 型航发，其推力仅为 12.5 吨，而我国最新研制的涡扇-20 的推力可达 13-16 吨。涡扇-20 的出现将替代现有涡扇-18 和俄制 D-30KP-2 发动机，运-20 的运载能力有望显著提升。此前，受制于俄罗斯进口航发的供应问题，根据《世界空军力量 2020》，我国仅列装 7 架运-20，相比之下，美国拥有 222 架同级别大型运输机 C-17，运-20 的数量仍然较少。我们认为，随着新型国产航发涡扇-20 的首飞成功，未来我国运-20 的数量将显著提升，我国空中运输能力得到加强，我们持续看好军机产业链投资机遇。

建议关注：①受益于主战装备进入批量生产阶段的核心主机厂：**中航沈飞、中直股份、航发动力**；②保持稳定增长的军工上游电子元器件厂商：**航天电器、鸿远电子、宏达电子、中航光电、火炬电子**；③国防信息化核心标的：**睿创微纳、七一二**；④业绩实现快速增长的材料领域厂商：**中航高科、光威复材**。

本周组合：睿创微纳、光威复材、宏达电子、鸿远电子

风险提示：武器装备列装低于预期；科研院所改革不达预期。

【民生机械】汽车产量同比增速持续回暖，通用设备需求获良好支撑

（徐昊，分析师 S0100520090001，021-60876739）

10月中国制造业PMI指数为51.4%，虽然环比回落 0.1%，但仍然处于荣枯线以上。PMI指数自3月份回升至50以上，已连续8个月位于荣枯线以上，反映国内制造业的持续复苏。

9月，工业机器人产量为2.32万台，同比增长51.4%，增速较8月提升18.9%；金属切削机床产量为4.1万台，同比增长20.3%，增速较8月提升8.8%，制造业复苏对上游通用设备需求旺盛。

作为通用设备的重要下游，汽车行业景气边际回升为行业需求提供良好支撑。根据中汽协统计，10月汽车产量同比增长10%，连续7个月维持增长；1-10月累计产量同比增速为-4.6%，较Q1与Q2的-45.2/-16.8%，下滑幅度进一步收窄。

从核心企业的三季报看，埃斯顿前三季度实现营业收入18.8亿，同比增长82.2%；Q3实现营收5.9亿，同比增长106.4%，均大幅增长；其中，公司Q3机器人本体同比增长51%；伊之密前三季度实现营业收入18.8 亿，同比增长15.9%；公司Q3实现营收8.08 亿，归母净利润1.16亿，营收和利润继Q2后继续创出历史新高。

随着疫情后国内经济回暖，以注塑机、工业机器人为代表的通用设备需求持续火爆，建议重点关注通用设备相关企业伊之密、埃斯顿、拓斯达、国茂股份。

伊之密三季报点评：http://ii066.cn/vOgmiK

风险提示：设备需求不及预期、下游行业扩产不达预期、竞争格局恶化。

- **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。