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 18 日

● 客户观点反馈

近期部分行业调整主要受到年末调仓影响，年末之前看好有色化工金融地产等顺周期板块，另外看好军工明年春季业绩确定后的行情。对明年流动性收紧担忧，认为可能影响高估值板块。

● 总量观点

【民生宏观】A股15年，风格轮动回顾

（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

一、周期股走势主要取决于经济好坏

当经济走强时，周期股通常上涨，当经济走弱时，周期股通常下跌。在2008年之前，由于我国处于工业化时代，周期股表现较为亮眼。但随着我国从工业化转向信息化、从投资驱动型转向消费驱动型、从第二产业主导转向第三产业主导，周期股表现逊色于其他板块，更多存在结构性机会。

二、消费股，投资价值高，趋势长牛

消费股具有较高投资价值。无论经济好坏，其表现都较为亮眼。行情好的时候消费股涨势不输给成长股，行情不好的时候消费股也因为避险属性最为抗跌。长期来看消费股收益远高于其他板块，且具有波动小的特性，长期投资价值较高。总体来看，消费股的相对收益率与周期股成反比，这是因为我国经济发展模式逐渐从投资驱动转向消费驱动，近几年来看，代表传统行业的周期股呈现出业绩熊的特征，代表消费行业的消费股则呈现业绩牛的特征。当风险偏好大幅回落或流动性收紧的时候可能会对消费股有一定冲击，使其走势较为疲软。

三、金融股走势取决于货币政策

由于中国银行业兼具商业属性和政治属性，因此以银行为代表的金融股走势不仅取决于经济形势，也取决于政策方向。当经济处于过热阶段时，央行往往会上调银根以收缩需求，银行可以享受较高的净息差，且信贷增速较高，金融股表现往往较好，典型的比如2006年-2007年和2016年-2017年。当经济处于萧条阶段和复苏阶段时，由于此阶段货币政策通常较为宽松，金融企业往往要承担一定让利属性，金融股走势往往较差，典型的比如2009年-2010年，以及2020年。当经济处于衰退阶段时，此阶段虽然经济低迷，但由于货币政策不搞强刺激，银行不用承担让利任务，此阶段金融股走势较好。

四、成长股走势取决于估值

成长股往往短期盈利较弱，但由于前景较好所以未来可能会有较高的盈利能力，由于远期收益要考虑折现，因此对成长股来说估值非常重要。估值通常取决于无风险收益率和风险偏好，比如2014年-2015年的大牛市是因为无风险收益率大幅下行叠加风险偏好抬升带来的。近几年来看，中美关系和疫情对风险偏好有较大影响，中美关系缓和的时候，由于风险偏好修复成长股表现通常较好；中美关系恶化的时候成长股通常表现较差。总体来看，成长股相对收益率和金融股呈反比，一部分原因是金融股大多数具有估值低、盈利稳等价值股具有的特征，而价值股和成长股具有替代效应。当风险偏好抬升的时候，资金会从价值股流向成长股；风险偏好恶化的时候则从成长股流

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】经济复苏态势超市场预期——点评 10 月经济数据

【民生食饮】中炬高新（600872）调研简报：产能扩张叠加渠道优化，持续夯实发展动能

【民生电子】华灿光电（300323）：拐点已现，Mini LED 成长在即

向价值股。另外，通胀上行或流动性收紧的时候成长股表现往往较差，主要是因为二者都会对估值造成较大冲击。

五、风险提示

疫苗普及超预期、欧美经济封锁超预期、中美关系走势等。

【民生金融工程】周期板块表现强势，中盘择时信号乐观

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，010-85127519）

一、市场表现综述

最近一个交易日（2020-11-16）。上证综指上涨1.11%，上证50上涨1.16%，沪深300上涨0.97 %，中证500上涨1.27 %，创业板指上涨0.21%。周期板块强势上涨。有色金属行业指数涨幅最大，上涨4.47%。消费者服务行业指数跌幅最大，下跌1.34%。沪深两市涨停60家，跌停8家。中小企业板涨停14家，跌停4家。创业板涨停2家，跌停0家。

二、择时观点

择时观点方面，上证50、创业板指为看空观点，其余各宽基指数为看多观点，择时风格偏向中盘。指标状态方面，上证50指数相较于上一个交易日下降，其余各宽基指数均有回升。

三、资金流向

截至2020年11月13日，两融余额为15533.22亿元。其中，融资余额14388.97亿元，融券余额1144.24亿元。融资买入净值-7.05亿。融资融券余额占A股流通市值4.48%。

沪股通资金净流入-36.36亿元（人民币）。

沪市港股通资金净流入10.89亿元（人民币）。

深股通资金净流入-13.04亿元（人民币）。

深市港股通资金净流入16.39亿元（人民币）。

北向资金净流入-49.4亿元（人民币）。

四、市场热点——龙虎榜

今日上榜异动股票成交金额排名前十：（601995.SH）中金公司、（002466.SZ）天齐锂业、（000625.SZ）长安汽车、（603919.SH）金徽酒、（300891.SZ）惠云钛业、（000816.SZ）智慧农业、（000807.SZ）云铝股份、（000830.SZ）鲁西化工、（000933.SZ）神火股份、（002612.SZ）朗姿股份。

五、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。

● 个股观点

【民生传媒】芒果超媒事件点评：阿里创投递交投资申请，资金补充+业务协同双重利好

（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

一、事件概述

公司11月16日晚发布《关于控股股东协议转让公司部分股权公开征集受让方的进展公告》：截至公开征集截止时间，公司控股股东芒果传媒收到阿里创投一家意向方提交的申请材料。

二、分析与判断

阿里创投提交投资意向申请材料

公司分别于9月28日和10月31日公布《控股股东拟转让股权公告》和《征集受让方公告》，拟转让股本占公司总股本的5.26%，转让价格不低于66.23元/股。截至公开征集截止时间，公司控股股东芒果传媒收到阿里创投一家意向方提交的申请材料。

芒果“牵手”阿里，将在资金补充和业务协同两方面双重利好公司未来发展

从共同投资跨境电商APP“嗨淘全球”，到共同制作“2015年天猫双十一狂欢夜”，再到今年双十一共同合作“天猫双十一开幕直播盛典”，湖南广电和阿里巴巴历史上已有多次合作。站在当下的互联网“江湖”，我们认为如果阿里巴巴入股芒果成功，对双方均有较大意义。

对于芒果TV，资金层面入股后充足的现金活水是芒果持续进行内容生产创新的重要“弹药”，业务层面芒果的综艺种草广告有望与阿里的电商成交链路打通，提高广告产品对品牌主的吸引力；同时阿里的电商运营经验和供应链资源是芒果推动电商战略的宝贵财富。芒果TV自今年开始，就通过“芒果好物”频道试水电商、孵化内容电商平台“小芒”并广招团队人才等动作，探索除广告和会员之外的电商第三极变现方式。我们认为芒果专业化的PGC内容制作和创新能力、通过综艺和剧集内容辐射到的明星和艺人资源、以及多年专注于内容制作所沉淀的优质综艺IP均是芒果TV发力内容电商的独特优势，但是电商行业的物流体系、成交数据等基础设施建设，以及供应链资源仍是芒果发力电商业务要面临的重要挑战;阿里的入股有望帮助芒果打通从擅长的内容种草→电商成交的整个闭环,弥补公司在电商基础设施建设和供应链资源的短板。

对于阿里巴巴，芒果TV定位的年轻女性用户群体是电商平台最优质的目标群体，芒果TV以及整个湖南广电系专业的内容制作能力可以为阿里巴巴的电商生态提供内容支持。从参投小红书平台的D轮融资，到入股B站占B站总股本的8%，对内容/流量的追逐是阿里投资的重要主线。相比阿里自身的长视频平台优酷和战略投资的哔哩哔哩，芒果TV的优势之一在于平台定位精准、高粘性的年轻女性用户群体，而这也是对于电商行业消费能力最高的用户群体;优势之二在于背靠整个湖南广电的出色内容制作能力，从目前来看湖南卫视+芒果TV的内容团队配置无论是相比优酷、甚至相比于腾讯和爱奇艺，均有强大的竞争力。用户+内容，均是助力阿里电商业务持续增长的优质资源

三、投资建议

若阿里入股协议最终成功落地，芒果传媒将获得约62亿元资金，将进一步保证对内容的创新力度、投入力度和生产规模，总体上有利于湖南卫视+芒果TV的协同创新；同时阿里入股有望对芒果TV发力电商业务提供支持，助力芒果打开除会员和广告之外的第三增长极。我们预计公司2020-2022年实现归母净利润17.7、21.1、25.2亿元，EPS分别为1.0、1.2、1.4元，对应2020-2022年PE分别为71X、59X和50X。公司2020年盈利确定性强，同时作为A股稀缺的国资背景互联网视频平台，背靠湖南广电集团拥有天然禀赋优势，未来阿里入局有望打开电商业务的发展空间，采用分部估值法，芒果超媒IPTV和OTT业务部分对标新媒股份（2020年wind一致预期PE 约30X，芒果tv具有牌照和内容的双优势给予35X PE），芒果超媒影视子公司对标A股影视行业（2020年PE 20X~30X），芒果TV部分对标美股NETFLIX（2020年彭博一致预期PS 8~10X），媒体零售快乐购部分由于2019年扭亏为盈后盈利规模仍小，因此按照PS估值，综上，我们认为芒果超媒长期发展空间广阔，维持“推荐”评级。

四、风险提示

广告招商不及预期；剧集综艺内容上线节奏不及预期，股权转让推动进展不及预期。

【民生电新】通威股份：硅料供应紧平衡，电池片盈利改善

（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

一、硅料业务成本优势持续巩固，价格有望维持高位

1、多因素叠加共同削弱硅料后发优势，通威将持续巩固成本领先地位

目前冷氢化三氯氢硅法技术路线渗透率高达90%以上，短期内不会有颠覆性技术出现，综合能耗年均降幅仅有5%左右，预计未来降本更为缓慢。新疆、内蒙硅料产能占全国比例近70%，国内产能西部低电价区域转移已进行完毕。2019年多晶硅投资成本约1.10亿元/千吨，近几年降幅在2%-5%之间，投资成本降速趋缓。国内硅料头部公司过去两年通过大规模投建低成本新产能，已具备明显的成本优势，行业集中度加速集中。2019年，东方希望、通威、协鑫、大全、特变合计出货在国内占比约78%，2020年有望提升到近90%。

2、成本领先叠加产能扩张，硅料龙头地位巩固

产能持续扩张，2021年市占率将提升至22.1%。截至2019年底，公司硅料产能8万吨，其中四川老产能2万吨，包头、乐山一期产能各3万吨，全球产能份额12.3%，排名第二。公司2021年四季度将新增8万吨产能，除此之外2021年全球暂无其他大规模新增硅料产能投产，公司2021年硅料产能市占率将提升至22.1%。

成本持续下降，全球保持领先。2019年公司销售硅料6.38万吨，加权平均生产成本和全成本分别为4.3和4.8万元/吨。其中，包头、乐山两个新厂的现金成本近3万元/吨，为全球高品质硅料最低水平；四川2万吨老产能生产成本和全成本分别约为4.97和5.35万元/吨。公司新产能生产成本将控制在3-4万元/吨，现金成本控制在2-3万元/吨。

3、2021年供需格局显著优化，硅料价格有望维持高位

从供给端来看，随着上一轮投资的新扩产硅料产能在2019年陆续释放，2020年新增仅东方希望3万吨，协鑫2万吨，同时海外预计退出约10万吨，2021年行业除了通威8万吨产能年末投产外，没有其他新增产能，预计明年硅料将处于供需紧平衡状态，硅料价格有望维持高位。

二、电池片成本领先，大力研发异质结

1、全球PERC电池龙头，成本稳居第一梯队

PERC电池产销第一，龙头地位巩固。公司2019年底光伏电池产能20GW，其中高效单晶电池产能17GW。2019年公司光伏电池产量13.47GW，销量13.33GW，同比增长107%，连续三年全球产能及出货量第一。随着眉山一期项目投产，2020年公司光伏电池产能将达到30GW，2021-2023年光伏电池产能将分别达到40、60、80GW以上。

成本全球领先，稳居第一梯队。公司2017-2019年公司光伏电池非硅成本区间为0.2-0.3元/W、0.2-0.4元/W、0.2-0.25元/W，显著低于光伏行业平均水平，且领先行业第一梯队其他企业约0.03-0.05元/W，领先行业第二梯队企业0.05-0.1元/W，领先第三梯队企业0.1-0.15元/W。

2、大力研发异质结，布局下一代主流电池技术

异质结被广泛认为是下一代主流电池技术，2017年，通威开始布局和研究异质结，是国内最早一批研究异质结技术的企业。目前公司建有3条异质结生产线，规模400MW，最高转化效率已突破24.6%。公司有望通过布局下一代主流电池技术保持竞争优势。

三、投资建议

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为47.82、55.11、65.95亿元，同比增长82%、15%、20%，EPS为1.12、1.29、1.54元，对应估值26、23、19倍PE，参考CS太阳能板块TTM估值45倍，考虑到公司的行业龙头地位和长期成长空间，维持“推荐”评级。

四、风险提示

海外疫情持续时间超预期，行业装机增长低于预期，行业竞争超预期。

● 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。