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 16 日

● 客户观点反馈

消费、周期板块上可以关注家电和金融。国内疫情趋于稳定，家电供应能力基本恢复，海外订单转移需求旺盛，前三季度家电出口大幅回升，展望四季度，双十一电商大促，家电消费需求有望进一步释放。往年来看，四季度金融行业涨幅居前的概率较大。银行、证券和保险板块估值相对偏低，有望在四季度迎来估值修复行情。

● 总量观点

【民生金工】量化环境稳定,基本面因子表现优异

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，010-85127519）

本周观点综述：指数冲高回落，警惕信用债市场冲击

本周开盘第一个交易日A股单边上行，创业板指创三个月新高，两市成交额突破万亿元，北向资金全天净买入197亿元，创年内新高。但是随后的几个交易日指数回落，最终沪指收得四连阴。仅中证500指数收得涨幅0.09%，其余各宽基指数均小幅下跌。估值水平来看，上证50、沪深300和创业板指近10年的PE(TTM)分位数目前均处于80%以上，估值相对较高。

北向资金方面，在周一大幅净流入后，连续4日净卖出。由于北向资金周一净买入197亿元，本周北向资金仍累计净买入92.14亿元。

本周国企、城投、上市公司等违约事件对信用债市场产生了较大的冲击。经过一周时间的消化，本周五信用债市场情绪有所好转。由于信用债市场风险可能会波及股票市场，短期建议降低风险偏好，加强自我保护，等待市场企稳。

截止至2020年11月13日，股票型基金测算仓位为86.58%，其中大盘组合持仓测算仓位平均值为59.21%，小盘持仓测算仓位平均值为27.36%。

量化市场跟踪：量化环境稳定，基本面因子表现优异

横截面波动率相较于上周小幅震荡，Alpha环境变化不明显。近一个季度的横截面波动率均值处于历史较高分位数，整体Alpha环境较好。

本周IF当月合约下跌0.26%，收于4850.60，收盘基差-0.13%；IH当月合约下跌0.38%，收于3334.60，收盘基差-0.11%；IC当月合约上涨0.43%，收于6292.20，收盘基差-0.23%。

大类因子表现来看。成长因子表现优异，上周获得收益0.29%。杠杆因子小幅回撤，获得收益0.19%。对数市值因子获得收益-0.27%，表现为小市值效应。残差波动率因子表现较好，获得收益-0.43%。流动性因子表现较好，获得收益-0.21%其余因子表现一般。

单因子表现上。从大小盘风格表现来看，沪深300和中证500股票池均表现为小市值效应。从盈利能力角度来看，本周盈利能力类因子在各股票池均表现优异，相关因子排名靠前。换手率与波动率因子在各股票池中均表现较好。动量类因子在各股票池中均表现为明显的反转效应。

上周基本面类因子在各行业中表分化，净资产增长率因子、每股净资产因子、每股经营利润TTM因子在食品饮料、纺织服装、综合、休闲服务行业中出现较大回撤。市值风格上，钢铁行业表现为大市值效应，其余行业表现为小市值效应。估值类因子中，EP因子与BP因子表现相似，均表现为成长优于价值。动量类因子在食品饮料、钢铁、

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】量化环境稳定,基本面因子表现优异

【民生互联网传媒】腾讯控股业绩超预期，游戏业务增速 3 年来新高

【民生电子】中芯国际-U(688981):20Q3 业绩超预期，国产需求强劲

【民生有色】持续推荐钴锂，铜铝有望维持强势

纺织服装行业中表现为明显的动量效应。残差波动率因子与流动性因子表现较好，仅在综合、休闲服务行业出现回撤，其余行业表现较好。

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

【民生互联网传媒】腾讯控股业绩超预期，游戏业务增速3年来新高

（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

事件概述

腾讯控股 2020Q3 手游收入达到 391.73 亿元，端游收入达到 116.31 亿元。 20Q3 公司营收总计为 1254.47 亿元，同比增长 29% ，高于彭博一致预期的 1238.3 亿元；实现归母净利润 385.4 亿元，同比增长 89%，远超彭博一致预期的 302.6 亿元；非通用会计准则下净利 323 亿元，同比增长 40% 。腾讯 2020Q3 营业利润 439.53 亿元，同比增长 70%；经营利润率由上年同期 34.04%上升至 35.04%。腾讯 Q3 期内盈利为 388.99 亿元，同比增长 85%，较上一季度增长 19.86%，腾讯净利润率由上年同期的 20.96%上升至 30.69%。

社交网络与数字内容：社交基石表现依旧稳定，收费增值用户高速增长

腾讯控股社交网络营收283.80亿元，环比增加6%。营收占比22.6%。该业务增长主要受益于虎牙和视频会员业务的收入增加。微信：国内拥有活跃用户数排名第一的社交媒体平台，2020Q3微信及WeChat月活跃用户数为12.12亿，环比增长0.6%；QQ：QQ智能终端月活跃用户数为6.17亿，环比下降4.7%，同时QQ每日人均使用时长同比增长了10%以上；数字内容：收费增值用户同比增加25%至2.13亿，其中视频用户会员数同比增长20%至1.2亿，音乐服务会员数同比增长46%至5200万。

游戏：Q3网络游戏收入414亿元，同比增速三年来最高

腾讯控股2020Q3网络游戏收入环比增长8%，同比增长45%至414亿元。其中手游收入（包括属于社交网络业务的智能手机游戏业务收入）和端游收入分别为391.73亿元（同比增加61.21%，连续三个月增速超过60%）、116.31亿元（同比增加1.14%）。其中《王者荣耀》2020年首十月平均日活人数过亿，上线五年来热度不减反增。后续腾讯计划围绕该IP推出两款新游、一部动画和一部电视剧，看好IP后续变现潜力。此外，英雄联盟手游在海外上线以来下载量一直稳居前列，看好公司游戏业务继续保持高速增长；2020年Q3流动负债下的递延收入达到864.27亿，环比下降2%。

金融科技及企业服务：疫情对企业服务影响仍未褪去，看好to B业务增长潜力

腾讯控股2020Q3 金融科技及企业服务同比增长24%至332.55亿元。主要由于商业支付及理财平台收入的增长，而疫情对于线下企业项目发展和合同签定仍有影响，企业服务收入增速放缓。公司2B 业务历经数年发展渐入佳境，企业微信、腾讯会议等SaaS应用疫情期间渗透率持续提升，看好公司2B 云业务未来成为公司增长的核心驱动力。

广告：社交广告商业化继续加强，疫情对广告主影响渐退

腾讯控股2020Q3 网络广告业务收入同比增长 16%至 214 亿元。其中媒体广告收入 36 亿元，同比减少 1.4%，环比增长 9.4%，降幅显著收窄；社交及其他广告收入环比增长 16% 至 178 亿元，受益于微信朋友圈广告库存增加及 eCPM 上升，和基于算法的广告投放解决方案的更多应用。

投资建议建议关注游戏龙头公司腾讯控股，看好公司游戏的研发和运营能力、广告变现能力和to B业务的增长空间。

风险提示：

宏观经济下行风险；政策监管风险；版号发放/游戏上线低于预期；云业务竞争加剧。

【民生电子】中芯国际-U(688981):20Q3业绩超预期，国产需求强劲

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730）

一、事件概述

11月11日，公司公告20Q3实现营业收入10.83亿美元，同增32.6%，环增15.3%；归母净利2.56亿美元，同增122.7%，环增85.8%。

二、分析与判断

Q3业绩超预期，上修全年收入增长预期

1）营收超预期：20Q3公司实现营收10.83亿美元，同增32.6%，环增15.3%，超出此前预告上限9.67亿美元12%，主要因需求强劲、平均售价上升和其他收入增加所致，其中20Q3 14/28nm营收占比达到14.6%，19Q3为4.3%，20Q2为9.1%，先进制程占比持续提升。前三季度累计实现收入30.54亿美元，同增30.23%。2）毛利率超预期：20Q3实现毛利率24.2%，较此前预告上限21%高出3.2pct，环比20Q2下降2.3pct，同比19Q3提升3.4pct。3）业绩创单季新高：20Q3实现归母净利润2.56亿美元，同增122.7%，环增85.8%，业绩创单季新高，前三季度累计实现净利润4.52亿美元，同增168.63%。4）上修全年收入指引：同时公司上修全年收入增长预期为24%-26%，全年毛利率目标高于去年；预计Q4营收环比减少10%-12%，毛利率介于19%-21%。

研发进展顺利，资本开支有所下调

1)公司先进技术应用多样,第一代(14nm)先进技术良率达业界量产水平,第二代(N+1)进入小量试产；成熟应用平台需求强劲，来自电源管理、射频信号处理、指纹识别，以及图像信号处理相关收入增长显著，产能利用率维持在97.8%的高位水平。2）公司将2020年全年的资本开支由67亿美元下修至59亿美元,主要是因为美国出口管制使部分机台供货期延长或有不确定性，以及物流原因导致部分机台到货延迟，但仍高于20Q1计划的全年资本开支43亿美元。

晶圆代工近50%增长空间，国产替代亟待发展

IHS Markit预测全球晶圆代工市场规模将从2020年的585亿美元增至2025年的861亿美元，其中先进工艺占比从2020年36%升至2025年超过50%。2019年中芯在全球晶圆代工市占率为5%，提升空间广阔。当前国产晶圆制造面临产能不足和先进制程落后两大困境。2019年我国集成电路贸易逆差达2040亿美元，缺口巨大；晶圆制造56%份额被台积电占据，中芯国际、华虹集团和武汉新芯合计占比仅28%，国产替代亟待发展。

大陆代工技术之最，2-3年有望迈入全球Top行列

中芯国际是全球仅有的5家具备14nm量产能力的厂商之一，是大陆具备完整成熟逻辑工艺制程、最先突破且唯一具备14nm生产能力的专业晶圆代工厂商，2020年推出N+1，制程超过格芯(12nm)、联电(14nm)，2021年有望推出N+2，紧追台积电和三星步伐，成为全球代工先进制程Top厂商。

三、投资建议

结合公司三季报业绩情况，我们预测公司2020/2021/2022年归母净利为36.5/42.2/48.7亿元，2020/2021/2022年PE为130.7/113.0/97.7倍。2020/11/12申万半导体行业指数PE为94倍，考虑到公司是目前大陆具备完整成熟逻辑工艺制程且唯一具备14nm工艺的晶圆代工企业，研发技术国内领先，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、新冠疫情影响风险。

【民生有色】持续推荐钴锂，铜铝有望维持强势

（方驭涛，分析师 S0100519070001，021-60876718）

每周随笔：无钴电池进展或不及预期，钴有望迎来修复

美国阿贡国家实验室联合清华大学的欧阳明高于11月4日在J. Am. Chem. Soc.上发表了论文，其通过在固定Ni含量的NCM正极中交换Co/Mn的含量，证明是Co主导了NCM正极化学和结构的稳定性。富钴正极的稳定性和安全性更强。我们一直强调短期无钴无法实现。钴供需紧平衡，随着需求好转，钴价中枢有望上移，持续推荐华友钴业、盛屯矿业，关注洛阳钼业。

本周观点

基本金属：本周国内基本金属全线上涨，铜、铝、锌、铅、镍和锡分别上涨1.36%、4.83%、0.58%、3.10%、1.52%和0.03%。铜：需求平稳，铜杆消费不佳、铜管订单增长，板带箔加工11月订单环比增长，关注河南环保政策对下游开工率的影响，铜价短期震荡。铝：需求平稳，电解铝库存降至62.9万吨，10月铝板带开工率72.46%，环比9月下滑0.74pct（假日影响），预计11月环比改善，铝价短期震荡，氧化铝价格弱势，铝企利润修复明显。推荐紫金矿业、神火股份，关注云南铜业；加工股推荐明泰铝业、云海金属。

贵金属：本周贵金属全线下跌。COMEX黄金下跌3.25%，伦敦金下跌2.57%，SHFE黄金下跌2.71%。COMEX白银下跌3.51%，伦敦银下跌5.95%，SHFE白银下跌3.76%。伦敦钯下跌4.16%，伦敦铂下跌1.54%。辉瑞疫苗III期数据亮眼或使得全球复苏预期走强，市场对财政刺激加码和货币政策宽松时长存疑虑，短期通胀预期抬头幅度或低于名义利率上行速度，同时短期美元或难以走弱，黄金短期震荡。但依然看好2021H1通胀上行带来的金价上行，重视下跌带来的配置机会。美元长期弱势（美国经济相对优势减弱、美元超发）+利率长期维持低位+通胀预期上行逻辑不变；全球印钞模式开启，维持贵金属长期上行判断。推荐紫金矿业、山东黄金、恒邦股份、银泰黄金、盛达资源。

小金属：钴持平，碳酸锂上涨2.38%，金属硅上涨2.17%，轻重稀土均上涨。10月新能源汽车销量为16万辆，同比104.5%，需求持续改善，继续看好上游资源表现。钴：需求好转带动硫酸钴上行，继续看好3C+动力需求恢复，钴价中枢逐步上移；持续推荐盛屯矿业、华友钴业，关注洛阳钼业。锂：锂盐产量下滑，需求维持高位现货供应短缺，行业底部确认，碳酸锂迎来反弹；持续看好受益于海外氢氧化锂放量的赣锋锂业、雅化集团，关注盛新锂能。看好航空航天进入景气周期，推荐高端钛材放量盈利能力提升的宝钛股份。

月度组合

11月组合：明泰铝业（25%）、紫金矿业（25%）、雅化集团（25%）、盛屯矿业（25%）。11月组合上涨8.81%，中信有色上涨12.10%，沪深300上涨3.44%。

风险提示

需求回暖不及预期、供给超预期释放、政策不确定性增强。

● 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。