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 13 日

● 客户观点反馈

目前流动性比较充裕，监管表态并未出现特别收紧的信号，宏观制造业数据边际好转明显。行业层面，投资者目前较为关注双循环，提升内需对经济拉动作用显著的消费主线。同时看好景气度较高，数据持续向好，以及受拜登上台利好的新能源汽车产业链等领域。随着国外疫情的反复，国内仍然关注疫苗板块的后续发展。新能源和家电板块短期既有业绩支撑，后续也有政策的支持，市场预计从现在到明年一季度都会有比较好的行情。

● 总量观点

【民生宏观】流动性收紧对大类资产有什么影响？——10月金融数据点评

（解运亮，分析师S0100519040001，18911895931）

信贷数据为何低于预期？

10 月新增人民币贷款 6898 亿元，同比去年多增 285 亿元，但低于市场预期的 7943 亿元。分结构看，企业中长期贷款新增 4113 亿元，相比去年同期多增 1897 亿元，主要系基建配套贷款和制造业中长期贷款发力所致。居民中长期贷款新增 4059 亿元，相比去年同期多增 472 亿元，表现中规中矩，由于楼市销售有“金九银十”的规律，往年 10 月居民中长期贷款表现均较好。拖累因素主要是居民短期贷款和票据融资，分别新增 272 亿元和-1124 亿元，相比去年同期各减少 351 亿元和 736 亿元。居民短期贷款同比下降的原因可能与消费贷利率提升有关，随着货币政策逐渐正常化，各家银行消费贷利率均有一定程度提升。票据融资通常是信贷增速领先指标，领先时间半年左右，新增票据融资下降反映出在超储率和资本金偏紧的情况下，银行信贷额度较为紧张，银行将信贷额度更多批给了利率更高的中长期贷款。从这个角度来说，社融拐点已然不远。

社融数据为何符合预期？

10 月社融增量为 14200 亿元，与市场预期的 14055 亿元基本接近。分结构来看，非标融资同比多增 206 亿元，成为社融拉动项，主要系新增委托贷款同比少减 493 亿元所致。但银行承兑汇票减少 1089 亿元，今年疫情以来大多数月份银行承兑汇票对社融保持正的贡献，但 10 月成为社融拖累项。10 月新增政府债券 4931 亿元，同比多增 3060 亿元，继续成为社融拉动项。但随着今年地方专项债基本发行完毕，预计未来两个月新增政府债券规模将环比下降。表现比较亮眼的是股票融资，10 月新增 927 亿元，同比多增 747 亿元，随着注册制改革推进，股票融资占比逐渐提升，未来对社融贡献可能逐步上升，这将改善我国融资结构。

流动性收紧、经济复苏对应于结构性行情

随着新冠疫苗取得一定进展，根据高盛预测，明年全球经济可能逐步复苏，原油中枢或上升至 60 美元/桶左右。对中国而言，随着经济复苏进入下半场，货币政策恢复正常化，明年社融增速低于今年是合理的。这种宏观环境，意味着结构性行情将持续。在经济走强、流动性收紧的状态下银行净息差通常走阔，银行利润增厚。今年由于疫情原因银行向实体大幅让利，因此盈利削弱，估值压低。但随着让利阶段结束，银行可能会进入估值修复阶段。

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】猪肉连涨 19 个月后同比首次转负——10 月物价数据点评

【民生建材】2020 年三季报总结：行业复苏，景气度有望持续走高

【民生传媒】院线行业点评：海外疫苗进展利好优质进口片供给，推荐院线板块

风险提示

货币政策超预期收紧、疫苗推广超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

● 行业观点

【民生商社交运】商贸零售行业深度：功能性护肤品龙头贝泰妮招股书解析

（顾熹闽，分析师 S0100519080001，18916370173）

我国功能性化妆品市场迎来高速增长期，对标海外成长空间可观

频繁化妆、长期熬夜、外部环境刺激促使“敏感肌”成为消费者近年的关注焦点。而随着消费者认知升级和移动互联网“种草平台”的普及，其对化妆品的成分和配方的关注度提升，激发了功能性护肤品的需求。根据欧睿数据，2010-2019年中国功能性护肤品行业复合增速为19.3%，远高于中国化妆品行业的整体复合增速9.85%。其中在2019年，功能性护肤品行业更是以32.3%的增速成为中国化妆品行业中增速最快的细分品类。而从海外成熟市场的发展结构看，功能性化妆品也是重要的细分品类之一，如美国功能性化 妆品市场已占其化妆品市场规模约15%的市场份额，而我国当前功能性护肤品在市场中 的占比仅为5.54%，未来的成长空间相当可观。近期，我国国产品牌薇诺娜母公司贝泰 妮于创业板提交的IPO申请已经过会，我们根据公司招股说明书，对功能性护肤品行业 的发展，以及龙头公司贝泰妮的发展路径进行了深入剖析。

功能性护肤品行业龙头贝泰妮是怎样炼成的？

贝泰妮是一家集研发、生产和营销于一体，立足云南植被资源，专注于提供温和专业的 功能系护肤产品的公司，主要产品线涵盖护肤品、彩妆、医疗器械。2019年，贝泰妮以 26亿元的零售规模成为国内功能性护肤品品牌冠军，旗下主品牌“薇诺娜”具备较高的 市场知名度，其中舒敏保湿特护霜为其明星单品，斩获多项市场荣誉。我们认为，除却行业的发展红利，贝泰妮的成功亦有赖于其创始团队在产品力、渠道力、品牌力三个方向上的共同发力。研发生产端：广纳专业研发团队，以品质为第一生产力， 掌握自主提取植物提取物的技术实力和产业生产能力，目前已拥有41项研发专利。渠道 端：建立了完整的线上+线下销售的模式，2019年线上销售占比达76.7%；线下以药店（一心堂、老百姓等）和诊所为主，更为重要的是公司与300家医院渠道合作，而未来三年公司计划进驻屈臣氏，并覆盖其所有境内门店。营销端：医生+明星+K2C的组合化营销投 放策略，击穿各类兴趣圈层的营销网络，多层次覆盖消费者，促进品牌知名度提高，带动销量持续增长。

投资建议

我们认为中国功能性化妆品行业是一个坡厚雪长的赛道，一方面是因为中国化妆品消费 者已经经历了较为充分的市场教育，对化妆品的购买理念日趋成熟，功能性护肤品有望 保持高于行业的增长速度；另一方面，对标海外成熟市场，我国功能性护肤品消费占化 妆品行业比例较低，中长期看或有3倍左右的提升空间，未来具备核心竞争优势的优质 国产护肤品牌有望享受行业成长红利。建议关注即将上市的行业龙头贝泰妮，公司此次A股IPO共计发行股份6360万股，募资15.3亿元，主要用于扩充自有产能，并加强营销及 信息化管理能力，后续伴随募投项目完成，贝泰妮在产品力、渠道力、品牌力上的护城 河有望进一步加深。

风险提示

功能性护肤品增速不及预期；行业竞争进一步加剧。

【民生金融】社融增速再创新高，政府债券和信贷是亮点—点评10月社融数据

（郭其伟，分析师 S0100519090001，18588460632）

10月份社融增速再创新高

10 月社融新增 1.42 万亿元（Wind 预测平均值 1.41 万亿元），同比多增 5520 亿元，带动社融存量同比增长 13.70%，增速较上月提升 0.20pct，再创2018年以来新高。10月社融同比多增主要得益于政府债券同比多增 3060 亿元和企业中长期贷款同比多增 1897亿元，主要负面影响源自票据融资同比多减 1338 亿元。

企业中长期贷款表现亮眼，票据融资继续缩量

10 月对实体经济发放的人民币贷款新增 6663 亿元（Wind 预测平均值 7943 亿元），同比多增 1193 亿元。主要多增量源自企业中长期贷款，预计是基建和房地产投资保持较快增长、制造业持续回暖所致。企业短期贷款较为平稳。票据融资大幅缩减，预计是商业银行主动为企业中长期贷款腾挪额度所致。居民短期贷款同比少增 351 亿元，消费复苏力度较弱。居民中长期贷款同比多增 472 亿元，预计是由于近期商品房销售较为平稳。

表外融资继续压降，政府债券显著多增

10 月表外融资继续压降，主要源于未贴现银行承兑汇票减少 1089 亿元，同比多减36亿元。委托贷款和信托贷款合计减少 1049 亿元，压降幅度小于 9 月（减少 1476 亿元）。直接融资新增 8380 亿元，同比多增 4298 亿元。其中，政府债券和企业债券分别新增 4931亿元和 2522 亿元，同比多增 3060 亿元和 490 亿元。政府债券同比多增主要是由于今年地方债为特别国债发行让路，发行高峰有所延后。

M2-M1剪刀差收窄

M2 同比增长 10.50%（Wind 预测平均值 10.83%），增速环比下降 0.4pct，判断是由于今年 10 月存款增长主要源于非 M2 口径的财政存款所致。M1 同比增长 9.10%，增速环比提升 1pct，预计是受益于房地产销售回款和企业中长期贷款增速提升对活期存款的派生作用。剪刀差收窄表明资金活跃度提升，与实体经济复苏趋势一致。

投资建议：首选优质零售小微标的

经济持续向好，银行基本面改善。信贷政策预计将边际收紧，有利于提振银行资产端的定价能力。当前银行板块的估值水平处于历史低位，在经济数据的催化下，现在正是加仓银行股的重要机会。小微零售业务是金融业长期转型方向，下半年消费需求复苏态势明朗，建议积极把握优质零售标的，推荐**兴业银行、招商银行、江苏银行、常熟银行**。

风险提示

疫情二级冲击，经济复苏不及预期，贷款利率下行，资产质量波动。

【民生军工】Q3业绩大幅提升，军工基本面向好—军工行业2020年三季报综述

（王一川，分析师 S0100518020001，13811614600）

Q3业绩大幅提升44.13%，基本面持续突破

2020 年前三季度，军工核心资产 69 家上市公司实现营业收入1910.92亿元，同比增长 13.61%；实现归母净利润149.92 亿元，同比增长 33.40%。单季度来看，Q3 军工行业实现营业收入 715.04 亿元，同比增长 31.84%；归母净利润为 54.67亿元，同比增长 44.13%，三季度在收入和业绩上增速显著提升，反映军工整体景气度提升。我们认为军工行业已经完全摆脱疫情的影响，基本面情况不断向好，随着“十四五”武器装备采购预期不断得到验证，军工核心资产基本面有望持续提升。

上游业绩增长显著，军工行业景气度有望持续提升

上游：Q3 业绩增长显著，元器件、碳纤维企业表现较好。2020 年前三季度，上游企业实现营业收入 327.40 亿元，同比增长 12.60%；实现归母净利润 49.60 亿元，同比增长 29.32%。单季度来看，Q3 实现营业收入 118.28 亿元，同比增长22.73%；归母净利润为 18.62 亿元，同比增长 62.32%。三季度上游企业业绩实现快速增长，在军工产业链中表现最好，其中元器件、新材料厂商业绩增长显著，我们认为上游厂商业绩向好表明军工行业景气度上行。

中游：Q3 业绩增速环比下滑，军机+红外产业链发展迅速。2020 年前三季度，中游企业实现营业收入 611.34 亿元，同比增长 11.91%；实现归母净利润 54.85亿元，同比增长 36.37%。单季度来看，Q3 中游厂商实现营业收入 224.83 亿元，同比增长 17.22%；归母净利润为 19.37 亿元，同比增长 27.35%，单三季度业绩增速环比二季度的 41.41%下滑 14.06pct。中游厂商中，新型军机配套、红外、军用专网通信相关厂商业绩增长显著。

下游：Q3 恢复式增长，全年稳定增长可期。2020 年前三季度，下游主机厂实现营业收入 948.50 亿元，同比增长 15.64%；归母净利润 44.56 亿元，同比增长33.48%。单季度来看，Q3 实现营业收入 364.11 亿元，同比增长 47.76%；归母净利润为 15.87 亿元，同比增长 42.14%，收入及业绩增速环比二季度大幅提升。随着“十四五”期间武器装备采购需求大幅提升，下游企业业绩有望逐渐释放。

基金重仓持股比例大幅提升，国防军工市值占比逐季增加

Q3 全基金国防军工重仓持股比例为 2.60%，较 Q2 大幅增加 1.22pct，自 2019Q3 以来首次实现增长，表明军工板块市场关注度显著提升。Q3 国防军工市值占比为 2.00%，环比 Q2 增加 0.38pct，自 2019Q4 以来逐季增加。

投资建议

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：**鸿远电子、宏达电子、中航光电、火炬电子、航天电器**；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**。

风险提示

军费增长低于预期；各项改革进度不达预期。

● 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。