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 11 日

客户观点反馈

客户表示随着美国大选结束以及辉瑞的疫苗进展公告，全球股市进入风险偏高快速提升阶段，中长期依旧看好 A 股向上趋势，短期看好疫情期间跌幅较多板块以及受益未来疫情解除会快速恢复旅客流量的机场板块。

总量观点

【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

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

10月CPI同比上涨0.5%，核心CPI同比上升0.5%，PPI同比下降2.1%。

重要信息一，生猪存栏快速恢复，猪肉进入下降通道

10月CPI低于市场预期主要原因在于猪肉价格环比大幅回落，带动CPI环比走低。根据农业部新闻，当前我国生猪存栏已恢复至2018年80%以上，农业部预计明年可恢复至往年正常水平。根据生猪存栏与猪肉价格关系，生猪存栏同比通常领先猪肉价格同比6个月，比值关系为1:5左右，根据当前生猪存栏测算，预计到明年二季度猪肉价格将大幅回落，带动CPI食品项走低。

重要信息二，利率债和核心通胀裂口继续走阔

往年大多数时期利率债和核心通胀走势方向上基本一致，因为核心通胀反映商品和服务领域需求好坏，利率债反映融资领域需求好坏，二者在正常情况下走势一致。但今年5月以来这种联动关系被打破，利率债和核心通胀走势出现较大裂口。这很可能是需求端和生产端不匹配造成的，在疫情背景下中国生产端恢复快于需求端恢复，投资和出口修复快于消费修复。消费恢复较慢导致核心通胀被压低，实体企业融资需求旺盛导致无风险利率抬升。未来随着居民消费逐渐恢复，预计核心通胀有望抬升。

重要信息三，新冠疫苗研制提振股市，未来全球需求有望回暖

11月9日，美国辉瑞公司公布了疫苗实验数据，该公司宣称按实验数据来看新冠疫苗可使感染率降低90%。尽管短期内疫苗普及仍需时间，但长期来看随着疫苗推出，明年原油价格中枢有望抬升，需求回暖，叠加全球流动性宽松，我们预计明年PPI有望明显上行。

未来展望：11月PPI和CPI裂口或继续收窄

根据高频数据看，11月猪肉价格环比或继续下跌，拖累CPI食品项，预计11月CPI同比或跌至0区间甚至负区间。PPI方面，由于PPI通常滞后油价同比一个月左右，叠加11月PMI继续处于扩张阶段，预计11月PPI环比有望转正，PPI同比有望小幅回升。综合来看，11月PPI和CPI裂口或继续收窄。

风险提示：生猪供应超预期，原油减产超预期、疫苗普及超预期等。

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

【民生石化】2020 年三季报总结：行业 PB 估值较低，关注油服、烯烃及长丝板

【民生电新】通威股份（600438）：签订重大销售框架合同，锁定硅料需求

【民生金工】指数全线走强，北向资金创年内新高

● 行业观点

【民生建材】2020年三季报总结：行业复苏，景气度有望持续走高

（杨侃，分析师S0100516120001，18611567286）

错峰限产助力水泥持续景气

我国的水泥表观需求量从1999年以来经历了快速增长期和平台期两个阶段：快速增长期的年化复合增速为10%，峰值24.8万吨出现在2014年；平台期的需求约为22-24亿吨。从月度产量同比增速数据来看，我们水泥产量自2015年至今，月度产量同比增速回暖到正值，并且在2018年6月以来有加速上升的趋势。从房屋新开工面积的口径看，本轮回暖开始于2014年，而本轮回暖期（2015至今）基建同比增速是持续下滑的，由此可以判断地产是本轮需求回暖的主因。我国的水泥价格受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个主要方面的影响，可以分为两个时期：平台期2013-2015，错峰限产在产能过剩的背景下稳定了水泥价格；上涨期，错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨。

玻璃进入价和量的平台期

玻璃自15年以来进入价和量的平台期我国玻璃行业的发展大概可以分为两个时期：第一阶段总产能和在产产能同步快速增长期（2002-2015），总产能年化复合增速为15%；第二阶段为在产产能的平台期（2015至今），具体特点为在产产能保持约9亿吨，与此同时总产能还在扩张，产能利用率持续下滑。

疫情影响已基本消除，2020Q3建材板块业绩恢复正增长

建材板块2020Q3营收和归母净利润重归正增长，其中营收4613亿，同比+5.2%，归母净利润570亿元，同比+5.4%。2020Q3板块ROE为12.1%（同比下降0.9个百分点），毛利率为27.9%（同比下降1.7个百分点）。板块整体资产负债率仅为48%，相对2019Q3的50%，略有下降。整体来看，2020Q3建材板块基本从疫情中恢复过来，随着“金秋九十月”的带来，我们判断2020Q4建材板块业绩增幅有望继续扩大。

建材行业2020Q4投资策略

1、 行业观点：装配式

（1）装配式建筑渗透率提升确定性强，国家计划到2025年装配式建筑占新开工面积需达到30%，目前渗透率只有为13.4%。

（2）两大投资机会：1）首先是1到N的机会最确定，构成装配式打分标准中主体架构和围护墙及内外围墙的混凝土结构和钢结构装配式建筑产业链的市场空间扩容将是确定性增量；2）其次是0到1的机会，为应对补贴标准提升，获得更高级别补贴，整装卫浴和装配式集成厨房的市场扩容确定性将逐步加强。

2、行业观点-水泥：错峰限产格局好，地产韧性，基建政策加码在即，水泥板块有望持续景气。

（1）水泥产量：下游复工好，2020年9月全国产量月度同比增速6.4%，高于2019年9月2.3个百分点；

（2）水泥价格：2020年7月份以来水泥价格触底反弹；

（3）下游需求：2020年3月份以来地产基建增速均开始反弹；

（4）水泥的供给：淘汰落后产能力度减小，水泥产能主要受错峰限产影响

（5）重点公司：行业领军海螺水泥，西部大开发关注天山股份，中部崛起关注华新水泥，粤港澳大湾区关注塔牌集团。

个股观点：推荐海螺水泥、塔牌集团、坤彩科技、东宏股份。

风险提示：地产开工数据下滑，基建加码节奏较慢，疫情出现反复。

【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

（刘欣，分析师 S0100519030001，18811312510）

一、行业复盘：重要档期和复工预期主导股价表现

2020年至今院线板块标的受公共卫生事件影响表现弱于传媒指数，复盘全年行业主要经历以下几个关键节点：①春节档期前板块股价上涨幅度较大，1月24日后随着公共卫生事件影响影院停工，板块整体深度回调。②五一档期前线下影院复工预期持续，叠加传媒板块高景气度导致个股上涨，但随着六月中旬北京疫情出现反复又有回调。③7月20日影院明确复工，板块迎来整体大涨，上座率上限为25%，随后上座率逐渐上调，《八佰》等优质影片上映，影院行业持续回暖。④国庆档后板块再度回调，主因国庆档前部分布局资金获利流出。

二、复工至今：影院恢复率已达80%以上，全年及远期影院行业恢复核心在优质影片供给

2020年总结：电影市场年初受2020年初公共卫生事件影响，自2020年1月24日暂停营业，自7月20日正式复工（上座率限制在30%）；8月14日起，影院上座率上调至50%；9月25日起，影院上座率进一步上调至75%。截至11月6日24时，2020年实现票房合计148.9亿，预计2020全年票房200亿收官。

复工情况：国庆档首日影院恢复率已达90%，全年及远期影院恢复核心在优质影片供给。回顾7月20日复工以来的电影票房市场，两次上座率的上调及几部优质影片的上映是提振电影市场的关键。从2019年和2020年国庆档首日电影票房表现估算，我们认为疫情后电影市场的恢复率在80%~90%，未来电影市场表现优劣的核心在于下半年有无充足的优质影片供给。

三、复工至今：头部影投公司市占率有所提升，重磅影片对票房贡献度不容忽视

头部影投公司市占率有所提升，重磅影片对票房贡献度不容忽视。自7月20日影院复工至今（11月6日），期间累计实现票房合计115亿：从影投公司市占率来看，排名前三的影投公司分别为万达电影、大地影院、横店院线，市占率分别为14.6%、5.1%、3.9%，相比2019年分别提升1.65%、0.29%、-0.1%；从票房结构看：复工之后排名TOP5的电影分别为《八佰》、《我和我的家乡》、《姜子牙》、《夺冠》、《金刚川》，五部影片贡献票房占期间总票房比例达71.5%。

四、辉瑞疫苗临床有效性达90%以上，预计海外电影市场复苏将为国内院线市场提供优质影片供给

进口片占全国总票房比重在40%~50%之间。从历史占比看，进口片票房占全国总票房比例维持在40%~50%之间，近年来由于优质国产影片的崛起，进口片占比逐渐降低，但比重仍在35%以上。2020年受疫情影响，部分优质海外影片全球延期上映，截至目前进口片票房占全国票房比例仅12%左右。我们认为未来国内影院市场恢复进展的关键已不是影院上座率等的限制，而在于优质影片的供给，海外市场的恢复将为国内院线市场补充优质片源，院线行业复苏进程持续推进。

五、中长期：基本面筑底，低基数下有望迎来高增长，预计影院行业2021年迎来单银幕产出拐点

中长期：预计影院行业2021年迎来单银幕产出拐点。对于电影票房：我们预计2020全年电影票房200亿收官，从目前线下影院恢复情况看，预计2021年相比2019年票房增速在10%左右。对于银幕增速：疫情导致供给端银幕增速大幅下滑，根据灯塔数据，截至10月5日全国银幕数在71070块，相比年初增长4%，增速相比往年大幅下滑，我们预计2020年~2021年银幕数增长在0%~10%之间。对于行业格局：根据艺恩数据，疫情之后TOP3影投万达、大地、横店市占率均有提升，其中万达影投市占率提升1.8%至14.7%，我们认为中长期电影市场恢复及银幕增速下滑将驱动单银幕产出在2021年迎来拐点，而疫情后头部影投公司市占率提升将进一步利好头部公司。

投资建议

建议关注万达电影（定增落地募资29.3亿缓解资金压力；疫情期间万达市占率稳步提升，院线板块复工后逐季迎来改善；《唐人街探案3》定档春节）、横店影视（运营效率最高的影院公司）。

风险提示：票房市场不及预期，租金成本上升，影投市场整合不及预期。

- 个股观点

【民生食饮】今世缘（603369）调研简报：公司战略清晰，持续看好未来成长性

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

一、事件概述

近期我们调研了今世缘，就公司近期经营情况与管理层进行了沟通。

二、分析与判断

国缘持续放量成为增长核心，前瞻布局战略明晰。20Q3 公司业绩表现亮眼主要由国缘品系中的 V 系列、四开和对开贡献，增速达到两位数，对应报表端特 A+类产品 20Q3 单季度同增 37.60%，占营收比同增 8.16ppts 至 67.94%。公司产品战略规划清晰，老 K 系在国缘品牌中占比近 70%，其中对开、四开是国缘品牌的代表产品，公司预计年末将对四开提价，将其打造为 450-500 元第一大单品。新 K 系不求放量，承担在消费场景和价格带等方面对老 K 系形成补足作用。V 系列推广重点在 V9，意在：1）布局未来高端酱酒内部分化机会，利用 V9 的清雅酱香香型实现突破；2）定价 2299 元占据 2000 元空白价格带，与茅五错位竞争。

渠道政策坚决实施，市场规划务实可行。渠道建设上，公司认识到产品从成长期进入成熟期后如不严加管控，产品价格透明化将不可避免，渠道利润减少将削弱渠道积极性。公司吸取行业发展经验教训，目前对主力产品实行严格配额制管理，将控盘分利政策实施到位，有利于价盘维护与未来提价政策实施。市场拓展上，公司计划逐步落实省内全区域、全渠道布局，省外则吸取先前导入今世缘品牌但陷入地产酒强势价格带竞争的教训，目前省外以国缘产品为切入点，在消费力较强的地区寻求局部突破、拔高品牌形象，省内外共同将国缘打造为公司第一品牌。

苏酒酒意正浓，次高端风口正盛。江苏白酒市场预计高达 400 亿元左右，人均消费能力领先全国，今世缘地处江苏尽享地利，未来深耕省内使得公司具备增长确定性，得益于江苏的经济地位和地理位置，苏酒亦声名在外，享名酒美誉，有望加速公司省外扩张。公司于 2004 年推出“国缘”品牌，经过多年培育，目前已在省内外次高端价格带享有一席之地。随着消费水平提高带来的消费升级，国缘品牌有望持续放量，同时内部前瞻布局把握未来先机。

投资建议：预计 2020-2022 年收入分别为 54.49 亿元/65.87 亿元/81.22 亿元，同比增长 11.8%/20.9%/23.3%。归属上市公司净利润 15.84 亿元/18.69 亿元/23.33 亿元，同比增长 8.6%/18.0%/24.8%，折合 EPS 1.26 元/1.49 元/1.86 元，对应 PE 分别为 39/33/27 倍，估值低于白酒板块 2020 年 48 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），维持“推荐”评级。

风险提示：疫情或经济下滑拖累需求，省内竞争加剧，省外开拓不及预期，食品安全问题等。

【民生传媒】万达电影：定增落地募资 29 亿，“后疫情”期院线影视业务复苏可期

（刘欣，分析师 S0100519030001，18811312510）

一、事件概述

公司 11 月 10 日披露非公开发行 A 股股票上市公告书，募集资金总额 29.29 亿元，发行股票数量 1.96 亿股，发行价格 14.94 元/股，限售期 6 个月，8 家发行对象分别为高毅资产、瑞士银行、中信证券、财通基金、兴证全球基金、徐茂根、杭州遂玖资产和华安基金。

二、分析与判断

定增终落地，募资合计29亿，有效缓解资金压力

公司 4 月 22 号发布非公开发行预案，计划募集金额不超过 43.5 亿元，其中 31.45 亿元投资于新建影院项目，13.05 亿元用于补充流动资金；7 月 28 日，公司非公开发行股票申请获得证监会审核通过；11 月 10 号公司披露非公开发行上市公告书，募资资金总额 29.29 亿元人民币，发行股票数量 1.96 亿股，发行价格 14.94 元/股，限售期 6 个月，8 家发行对象分别为高毅资产（获配金额：16 亿元）、瑞士银行（3 亿元）、中信证券（2.4 亿元）、财通基金（2.1 亿元）、兴证全球基金（1.8 亿元）、徐茂根（1.3 亿元）、杭州遂玖资产（1.3 亿元）和华安基金（1.3 亿元）。

Q3业绩环比改善，市占率提升，高质量内容储备丰富将带动业绩复苏

公司 2020 年前三季度实现营业收入 32.14 亿元，yoy-72.3%，归母净利润-20.15 亿元，yoy-343%，公司三季度业绩环比大幅改善，实现营收 12.41 亿元（YoY-69.20%，QoQ+72.98%），规模净利润亏损收窄至 4.49 亿元。院线业务：自 7 月 20 日影院复工至今(11 月 6 日)万达电影全国票房市场占有率达到 14.6%，较 2019 年提升 1.65%，疫情背景下，公司作为行业龙头表现出良好的韧性，市占率持续提升。影视业务：公司内容储备丰富，2020 年 9 月，万达电影发布在 2021~2022 年将完成的影片片单，包括 17 部电影、17 部电视剧、2 部网剧以及 3 部网络大电影。电影方面，有大 IP 续作《唐人街探案 3》（已定于 2021 年春节档上映）《寻龙诀 2》等；电视剧方面包括《号手就位》等重点剧集，高质量作品储备丰富，后期陆续上线预计带动业绩复苏。

三、投资建议

我们预计 20-22 年公司营收 55/190/210 亿，同比-64%/246%/11%；归母净利润为-15.5/15.5/19.2 亿；对应 PE-23.1X/23X/18.6X，目前院线公司 2020 年市盈率在 20~30X，公司定增项目正式落地，将有效缓解公司现金流压力，优化资本结构。中长期来看我们认为疫情将加速中小影院出清，头部影院盈利能力将得到改善，公司作为影院行业龙头，在疫情背景下有更强的抗风险能力和运营效率，综上，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：票房市场不及预期，行业竞争加剧，疫情影响超预期。

- **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。