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 05 日

● 客户观点反馈

客户认为目前经济复苏持续，“十四五”期间扩大战略新兴产业、扩大内需、双循环等将是未来中长期的政策主线，本周内外部不确定性相继落地，市场逐步恢复，行业方面关注券商、消费、传媒、新基建。

● 总量观点

【民生金工】交易情绪维持乐观信号，有色金属领涨（祁嫣然，分析师：S0100519110004，18761658761）

市场表现综述：最近一个交易日（2020-11-03）。上证综指上涨1.42%，上证50上涨1.27 %，沪深300上涨1.2 %，中证500上涨1.61 %，创业板指上涨1.33%。各行业指数普涨。有色金属行业指数涨幅最大，上涨4.43%。汽车行业指数小幅下跌，下跌0.45%。沪深两市涨停61家，跌停4家。中小企业板涨停18家，跌停2家。创业板涨停11家，跌停0家。

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，创业板指数有所回升，其余各宽基指数指标微降。

资金流向：截至2020年11月02日，两融余额为15217.18亿元。其中，融资余额14163.35亿元，融券余额1053.82亿元。融资买入净值14.81亿。融资融券余额占A股流通市值4.51%。沪股通资金净流入6.31亿元（人民币）。沪市港股通资金净流入44.91亿元（人民币）。深股通资金净流入24.5亿元（人民币）。深市港股通资金净流入15.91亿元（人民币）。北向资金净流入30.8亿元（人民币）。

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、（300843.SZ）胜蓝股份、（300831.SZ）派瑞股份、（300708.SZ）聚灿光电、（603976.SH）正川股份、(002340.SZ)格林美、(003009.SZ)中天火箭、(601865.SH)福莱特、(000878.SZ）云南铜业、(601187.SH）厦门银行。

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

【民生食饮】食品饮料行业2020年三季报总结：增速仍处市场前列，疫情影响趋近消散（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

行业总览：业绩增速仍处于市场前列

20Q1~Q3 食品饮料板块营收/净利润同比分别+7.75%/+13.39%，这一增幅水平在各主要行业中分别排第 8/第 9，板块增速仍处于市场前列。20Q3 营收/净利润增速分别为+11.06%/ +20.51%，在各行业中分别排第 16/第 9，板块增速环比 Q2 略有回落。

白酒：复苏如期而至，分化仍在途中

前三季度白酒板块收入/净利润同比+5.12%/+9.60%。疫情影响正逐季淡化，在需求回暖的情况下，板块景气度持续上行。20Q3 白酒板块收入/净利润同比+12.04%%/+13.39%，不同于 20H1 价格带之间的明显分化，在白酒动销旺季的催化

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

【民生食饮】食品饮料行业 2020 年三季报总结：增速仍处市场前列，疫情影响趋近消散

【民生金融】上市银行 2020 年三季报综述：业绩增速迎来拐点，风险状况改善

【民生食饮】新乳业（002946）公司深度研究报告：低温奶“新”星，全国化扩张持续推进

下，板块环比改善、同比增长，分化出现在各价格带内部，高端白酒强者恒强，次高端展现业绩弹性，同时应提高优质“赛道”下各企业基本面的关注度。

啤酒：改善仍在进行，盈利水平提升能力是核心

前三季度啤酒板块收入/净利润同比-2.07%/+2.87%，其中 20Q3 白酒板块实现收入/净利润同比+7.34%/+2.87%，单季度收入端增速有所放缓。各公司主动作为、将品牌力转换为实际业绩，区域龙头凭借在优势市场强大品牌力与市场把控力，业绩表现优于全国化龙头，未来行业看点将集中在公司的主观能动性，即如何积极推动产品结构升级以提高吨价、如何内部改革增效以提升经营效率打开盈利空间。

调味品：确定性优势凸显，板块营收提速增长

前三季度调味品板块收入/净利润分别同比+13.2%/19.4%。虽然板块 Q1 受疫情冲击，但随着 Q2 渠道补库存以及 Q3 餐饮端需求持续恢复，前三季度最终实现较高增长，确定性优势再次得到验证。20Q3 调味品板块收入/净利润分别同比+14.3%/+24.0%。Q3 收入环比 H1 略有提速，主要系餐饮端需求持续复苏及主要企业加强渠道下沉与裂变贡献收入增量；而 Q3 利润端增速明显高于收入端增速，主要系广东甘化存在大量资产处置收益以及头部企业主动控费后导致盈利能力改善。

乳制品：Q3 动销恢复正常，费用投放趋紧推高利润增速

前三季度乳制品板块收入/净利润分别同比+6.83%/+3.89%。20Q1 受疫情影响较大，乳制品行业动销不畅，全行业收入及利润均同比出现大幅下滑；4 月中下旬，随着疫情趋缓，乳制品动销逐步恢复，叠加下游经销商补库存需要，Q2 收入、利润均保持快速增长；Q3 乳制品动销趋于平稳，利润端增速恢复至往年正常水平。2020Q3 乳制品板块收入/净利润分别同比+12.14%/+31.56%。收入端，20Q3 疫情影响消退，下游动销恢复至往年正常水平，收入恢复至双位数增长。利润端，Q3 上游出现原奶供给不足，原奶价格上涨，小幅压低乳企毛利率；但受益于下游需求旺盛，乳企得以压缩销售费用投放力度，销售费用率同比下滑，导致利润端增速大幅高于收入端。

肉制品：上游成本压力趋缓，板块业绩提速明显

20Q1~3 肉制品板块收入/净利润分别同比+29%/33%。收入与利润同比均明显提速，主要得益于 2020 年以来猪价同比大幅上涨，带动企业营收规模快速提升，同时 20Q3 猪肉与肉制品的价差扩大，增厚肉制品业务利润。20Q3 肉制品板块收入/净利润分别同比+17%/39%。收入端增速虽同比放缓但仍维持较高增长，而利润端同比明显提速，主要得益于行业成本趋缓，各企业肉制品业务利润持续释放。

投资建议

可选品：推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、今世缘、重庆啤酒、燕京啤酒、惠泉啤酒。

大众品：推荐伊利股份、燕塘乳业、双汇发展、中炬高新、恒顺醋业、汤臣倍健、广州酒家。

风险提示

宏观经济疲软或疫情反复带来行业需求下行；业绩不达预期；市场系统性风险等。

【民生金融】上市银行2020年三季报综述：业绩增速迎来拐点，风险状况改善（郭其伟，分析师 S0100519090001，18588460632）

业绩增速迎来拐点，大行改善幅度居前

前三季度上市银行归母净利润同比-7.72%，降幅较上半年收窄1.69pct，业绩增速触底。其中，国有行改善最明显，股份行次之，农商行较稳定，这主要得益于拨备计提力度减轻，主要负面影响来自非息收入阶段性走弱和净息差同比降幅扩大。而城商行因行业性利润调整因素继续加大拨备计提力度，业绩增速环比-4.73pct。

净息差环比改善，资负结构优化

上市银行前三季度累计年化净息差较上半年环比上行1bp。由于资产端高收益的零售贷款需求回暖，负债端高成本的结构性存款压降，未来同业市场利率上行空间不大，对主动负债成本的负面影响有限，随着资产负债结构持续优化，银行息差下行压力有望减轻。

总体风险水平改善，风险抵御能力充足

三季末不良率+关注率环比下行，总体风险水平改善。随着资产质量好转，上市银行通过拨备反哺利润，拨备覆盖率小幅下降，但仍处于充裕水平。这也意味着资产质量压力最大的时点已经过去。城商行资产质量优于行业，继续加大拨备，拨备覆盖率逆市提升。

规模加速扩张，资本补充推进

规模扩张一直是推动银行业绩增长的主力。三季末贷款继续保持双位数较快增长，带动生息资产和总资产同比增速提升。上市银行核心一级资本充足率环比小幅下降但仍处于较为充裕的水平。内源性和外源性资本补充齐发力，未来资本补充有望助力规模扩张。

债券投资拖累非息表现，中收增速环比回升

非息收入增速下滑，主要源于债券市场利率反弹对债券投资收益产生了阶段性的负面影响，未来债券市场利率上行空间不大，对非息收入的负面冲击有限。中收增速提升，可能是财富管理、消费和交易需求提升所致，随着疫情好转，未来还具有改善空间。

投资建议

随着经济复苏，信贷需求和信用风险边际改善。银行基本面稳中向好，短期业绩增速偏低不影响银行股投资价值。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，零售信贷业务有望重回正轨，居民理财需求将带动零售银行的资管规模扩张，建议积极把握优质零售标的。重点推荐**兴业银行、招商银行、江苏银行、常熟银行。**

风险提示

疫情二次冲击，利率中枢下移，经济复苏不及预期。

● 个股观点

【民生食饮】新乳业（002946）公司深度研究报告：低温奶“新”星，全国化扩张持续推进（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

逻辑一：低温奶行业具备高成长性，区域壁垒下地方乳企占据先发优势

看成长，国内乳制品整体处于成熟期，但低温奶仍然保持高成长性，近三年CAGR约12%。我们认为低温奶符合消费升级趋势，量价均有逻辑，一方面是消费者偏好、城镇化、居民收入增长带来的量增，另一方面是产品结构升级带来的价升。参考海外，国内低温奶人均消费量远低于英美日韩，增长空间还有1倍。看竞争，低温奶格局较分散，新乳业在巴氏奶规模第三。我们认为巴氏奶区域壁垒仍然坚固，蒙牛、伊利布局巴氏奶会遇见较大困难，新乳业将与龙头一起做大市场。低温酸奶格局有向常温奶演化的趋势，新乳业面临双寡头的挤压。

逻辑二：供应链+多品牌+并购整合+产品创新，四大护城河构筑长期竞争优势

公司ROE、净利率等核心指标在众多区域乳企中表现亮眼。我们认为公司有望在低温“赛道”的长期竞争中胜出，伴随行业高成长的同时，也会有市占率提升的红利，背后的逻辑是四大核心竞争力：（1）难以被复制的创新基因锻造长寿大单品；（2）高效的供应链管理能力帮助公司适应低温产品的高周转；（3）多品牌战略与消费者忠诚降低销售费用率；（4）强大的并购整合能力帮助公司快速实现区域扩张。

逻辑三：短期视角，布局奶源+外延并购，全国扩张之路持续推进

布局奶源：公司19年入股现代牧业，并在西北新建2万头规模的牧场，一方面保证了奶源的安全与充足，另一方面通过产业链协同实现降本增效。并购扩张：20年公司收购夏进、澳牛，将打开西北与东南的市场空间，获取当地品牌的渠道、产能、牧场资源，为全国化之路奠定基础。产能释放：公司在安徽的新建项目未完全达产，仍有潜力可以挖掘，将有力支撑在华东地区的渠道扩张。综上，我们认为随着需求持续恢复，以及在奶源保障与外延并购的驱动下，公司2021年有望释放业绩弹性。

盈利预测与投资建议

预计2020-2022年公司实现营收67.62/87.19/98.09亿元，同比+19.2%/+28.9%/+12.5%；实现归母净利润分别为3.04/4.68/5.79亿元，同比+24.7%/54.0%/23.8%，对应EPS为0.36/0.55/0.68元，目前股价对应PE为56/34/27X。我们以伊利股份、光明乳业、三元股份、燕塘乳业、天润乳业等作为可比公司，上述公司2020年平均PE约40X（Wind一致预期，算数平均法）。公司2020年PE约56X，高于可比公司平均水平。但考虑到低温奶领域增速较高以及公司持续存在外延并购预期，预计公司未来业绩增速将有望快于乳制品行业平均水平，维持“推荐”评级。

风险提示

行业竞争加剧，成本大幅上升，并购效果不及预期等。

● 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。