民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 10 月 30 日

- **客户观点反馈**

客户反馈：短期市场可能仍然保持震荡态势，但考虑到对基本面的正面看法，市场下调的空间较为有限；风格上预计市场会逐步走向收敛，配置上看好银行板块等低估蓝筹股补涨机会。

- **总量观点**

【民生宏观】五中全会公报提到的几个重要数字

（解运亮，分析师 S0100519040001， 010-85127665）

1）公报提到，预计 2020 年国内生产总值突破一百万亿元。这里指的是现价 GDP，2019 年我国现价 GDP 为 99.09 万亿元，2020 年名义 GDP 增速只需达到 0.92%，现价 GDP 即可达到 100 万亿元。2020 年前三季度，我国不变价 GDP 累计同比增长 0.7%，现价 GDP 累计同比增长 1.4%。我们测算，9 月单月不变价 GDP 增速已经达到 5.9%，若四季度当季增速达到 6%，则全年不变价 GDP 增速可达 2.2%。考虑到现价 GDP 增速还会略高一些，可以轻松突破一百万亿元。

2）公报提到，“十三五”时期，城镇新增就业超过六千万人。2016-2019 年，城镇新增就业 5378 万人，2020 年前三季度新增 898 万人，合计达到 6276 万人，已超过六千万人。实际上，9 月当月新增 117 万人，已超过去年同期。我们测算，若今年四季度新增人数与去年同期持平，全年城镇新增就业将达到 1153 万人，远超今年两会定下的目标 900 万人，“十三五”新增将超过六千五百万人。从这个角度看，印证了公报提到的“经济增长好于预期”。

3）公报提到，到 2035 年，一个重要远景目标为，人均国内生产总值达到中等发达国家水平。据世界银行数据，2019 年，我国人均 GDP 为 10262 美元，高收入经济体人均收入的门槛是 12375 美元。过去十五年，高收入国家人均 GDP 的复合增速为 2.32%，按照这一增速，2035 年高收入国家门槛将达到 16966 美元。据此测算，未来十五年，中国人均 GDP 复合增速需达到 3.3%以上，方可跨过高收入国家的门槛。因此，尽管未来经济增长目标将淡化，但仍有一定隐含要求，并非完全退出。

【民生策略】公募继续集中持仓优质赛道，周期金融出现边际加仓

（李锋，分析师 S0100511010001， (8610) 85127632）

我们对截止 10 月 29 日已披露的 2020 年三季度资产配置情况的主动权益型（包括开放式的普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）公募产品仓位情况进行分析。

➢ **基金规模：公募基金规模加速增长，偏股混合型基金新发份额大幅提升**

主动权益型公募基金净值已连续七个季度增长，从资产净值规模来看，偏股混合型基金已占据主动权益型基金的半壁江山。从新发基金份额来看，2020 年三季度权益型基金新发份额三季度大幅攀升，混合型基金与股票型基金发行大幅放量。

➢ **整体仓位与板块配置：Q3公募基金仓位小幅回落，增配主板、减配创业板**

2020 年三季度，主动权益型公募基金股票仓位降低 2 个百分点至 78.7%。其中偏股混合型 Q3 仓位较上一季度明显回落 3.4 个百分点至 84.5%，普通股票型降低

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

【民生食品饮料】山西汾酒（600809）2020 年三季报：省外扩张进展顺利，营收业绩加速增

【民生宏观】假如拜登当选美国总统——对全球经济和资产配置的影响

【民生银行】成都银行(601838):高成长性标的，拨备覆盖率大幅提升

3.1 个百分点至 86.1%，灵活配置型降低 0.9 个百分点至 65.6%。Q3 末偏股混合型、普通股票型仓位历史分位数分别大幅回落至 73.8%和 69%，灵活配置型仓位达到 66.7%历史分位数。

分板块看，Q3 公募基金增配主板，减配创业板。主板 Q3 配置比例相较上一季度上升 1.53 个百分点至 56.18%，配置比例小幅增长。中小板配置比例提升 0.73 个百分点至 22.64%。创业板配置比例大幅下降 2.83 个百分点至 18.88%，回落到 2020 年一季度水平，超配比例有所下降。

➢ **风格配置：成长、消费板块仓位下降**

Q3 防御板块仓位小幅上升，成长、消费仓位有所下降。成长、消费、防御、周期板块配置比例分位为 32.35%、44.6%、12.13%、10.9%，分别较上季度变动-0.9、-1.7、+1.3、+1.2 个百分点。

➢ **行业配置：增配食品饮料、电新、金融、机械、汽车、军工，减配医药、计算机**

整体来看，医药、食品饮料和电子仍然是公募基金明显超配的三大行业。配置变动上看，三季度公募基金增持食品饮料、电新、金融、机械、汽车、国防军工，减配医药和计算机等行业。

➢ **个股配置：公募基金持股集中度回升斜率有所上升**

公募基金持股集中度回升斜率有所上升。2020 年三季度公募基金前 20 大重仓股市值占比上升 2.87 个百分点至 37%。从个股增减持来看，公募基金增持以电力设备及新能源、交运、食品饮料、电子龙头为主，减持以医药、非银金融、计算机行业公司为主，其中恒瑞医药基金持股市值下降最多。

➢ **风险提示：数据及模型存在一定局限性。**

● **个股观点**

【民生食品饮料】山西汾酒（600809）2020年三季报：省外扩张进展顺利，营收业绩加速增长

（于杰，分析师 S0100519010004， 010-85127513）

10 月 29 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 103.74 亿元，同比+13.05%；实现归母净利润 24.61 亿元，同比+43.78%。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 34.75/8.56 亿元，同比分别+25.15%/+69.36%。

➢ **省外扩张进展顺利，汾酒带动营收加速增长**

20Q3 单季度公司营收 34.75 亿元，同比+25.15%，增速环比+7.34ppt，呈现提速增长态势。分产品看，20Q3 汾酒/系列酒/配制酒实现营收 31.41/1.19/2.03 亿元，同比+33.39%/-43.53%/+25.03%，主要系青花汾酒消费氛围渐入佳境、玻汾作为百元下光瓶酒大单品优势明显，先前涨价通知提高打款积极性、Q3 陆续发货使得公司把握住旺季动销机会。分市场看，20Q3 单季度公司省内/省外实现收入 15.15/19.50 亿元，分别同比+14.11%/+39.07%，省外市场占比提升 4.91ppt 至 56.28%，省外拓展顺利，同时 Q3 增加的 146 位经销商主要为汾酒、杏花村系列酒的省外经销商。从合同负债看，20Q3 期末合同负债为 26.87 亿元，同比+45.97%，环比+25.30%，主要系厂家控货带动补库存需求叠加渠道提前打款所致。

➢ **公司业绩同比大幅增长，销售费用率大幅下降提高盈利能力**

毛利率大幅提高：前三季度公司销售毛利率为 72.17%，同比+2.26ppt(Q3 为 73.09%，同比+9.03ppt），主要系青花汾酒增长优化产品结构，同时玻汾提价提高了产品盈利能力所致。销售费用提高推动旺季动销及库存去化：前三季度公司整体期间费用率为 25.31%，同比+1.75ppt(Q3 为 23.67%，同比+6.66ppt）。其中

销售费用率 18.98%，同比+0.78ppt(Q3 为 16.72%，同比+6.42ppt），其他费用率变化较小，20Q3 销售费用同增 103.11%，预计是公司加快投放上半年受疫情影响未能使用的相关费用，把握旺季消费推动终端动销及库存去化。从净利率看，20Q3 单季度公司归母净利率为 24.65%，同比+6.43ppt，盈利能力上升主要得益于 20Q3 单季度税金占比同降 2.94ppt 至 16.18%。

- **青花势能有望持续兑现，看好公司未来竞争优势**

青花汾酒批价年内批价持续上行，公司推出青花 30 复兴版，定价千元，同时公司董事会决定追加汾酒销售公司 3 亿元市场费用，主要用于“青花汾酒 30·复兴版”等高端产品的提前布局、长三角市场布局及有效终端布局，预计未来将再次推出青花 40，意在拉动青花汾酒整个产品体系价格持续上行，提高品牌力，站稳次高端并向高端进发。汾酒拥有厚重的历史文化，在高端白酒消费中具备先天优势，同时产品拥有独特的香型优势，在未来的竞争中有望通过差异化的特点实现新时代汾酒复兴。

- **盈利预测与投资建议**

预计 2020-2022 年收入 134.84/162.08/186.87 亿元，同比+13.5%/+20.2%/15.3%。归属上市公司净利润 27.46/32.32/37.38 亿元，同比+41.7%/+17.7%/+15.6%，折合 EPS 为 3.15 元/3.71 元/4.29 元，对应 PE 分别为 73X/62X/54X。公司估值水平高于 2020 年白酒板块整体预期的 46 倍 PE，但考虑到公司省外扩张态势良好，长期成长确定性较高，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**

经济下滑拖累需求，省外扩张不及预期、业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

【民生银行】成都银行：高成长性标的，拨备覆盖率大幅提升

（郭其伟，分析师 S0100519090001，0755-22662075）

10 月 28 日公司发布三季报：前三季度归母净利润同比+4.81%（上半年同比+9.91%）；PPOP 同比+14.25%（上半年同比+13.16%）；营收同比+12.06%（上半年同比+11.57%）；累计年化加权 ROE 15.09%（上半年年化加权 ROE 14.90%），同比下降 1.21pct。

- **营收和PPOP双位数增长，中收增速环比改善**

业绩增速放缓的主要负面影响源自拨备计提力度加大和净息差同比降幅扩大，而主要的正面因素则包括规模和非息收入同比加速扩张、成本费用和所得税增速放缓。前三季度手续费及佣金净收入同比增长 29.01%，增速较上半年提升 6.32pct，改善趋势较为明显。

- **净息差环比持平，资产负债结构优化**

根据测算，公司前三季度净息差为 1.90%，较上半年持平。生息资产收益率和计息负债成本率均较上半年下降 3bp。公司资产负债结构优化。三季末贷款占生息资产的比例和个人贷款占总贷款的比例分别环比提升 54bp、15bp 至 40.89%、28.16%。存款占计息负债的比例环比提升 2.77pct 至 79.32%。存款活期率环比提升 1.46pct，减轻了成本压力。

- **不良率环比改善，拨备覆盖率大幅提升**

三季度公司继续加大不良贷款确认与核销力度，着力夯实资产质量。三季度单季不良贷款年化生成率环比上升 12bp 至 0.41%；单季年化信贷成本环比提升 15bp 至 1.85%。三季末不良率 1.38%，环比下降 4bp；关注率 0.81%，环比虽然微升 1bp，但仍处于上市银行优势水平；拨备覆盖率 298.91%，环比大幅增加 20.45pct；拨贷比 4.13%，环比增加 18bp，风险抵御能力较强且进一步提升。

➢ **投资建议**

公司营收和规模增速均以双位数加速提升，是高成长性特色鲜明的优质标的。公司坚持战略引领，确立了“精细化、数字化、大零售”转型方向，持续优化资负结构，净息差环比持平。公司不断强化风险管理力度，三季度继续加大不良贷款确认与核销力度，夯实资产质量，拨备覆盖率大幅提升不仅增强了抵御风险的能力，也为将来利润释放提供了更加广阔的空间。由于公司资本处于合理水平，外源性资本补充持续推进，我们看好公司的利润释放潜力，预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 4.96%、10.46%、14.42%，对应 2020 年末 BVPS 为 11.03 元，静态 PB 为 0.97 倍。维持“推荐”评级。

➢ **风险提示**

资产质量波动，利率中枢下降，经济复苏不及预期。

● **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。