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 29 日

客户观点反馈

在外部风险逐渐消化，内部政策预期升温之下，继续看好后市。近期市场风险偏好收缩，主要由于两大不确定性待落地：海外方面，11 月 3 日美国总统大选结果落地在即。国内方面，国庆长假归来市场大涨之后，缺乏进一步的催化；“十四五”规划建议即将发布，也加深了市场的观望情绪。对于外部风险，美国大选之后有望逐步消化。国内方面，十九届五中全会召开，将研究制定关于“十四五”规划和 2035 年远景目标的建议。有望为市场提供新的催化。

总量观点

【民生宏观】中美库存周期出现了较大分化

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

工业企业利润累计增速继续回升。1—9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额43665.0亿元，同比下降2.4%，降幅比1—8月份收窄2.0个百分点。9月份，规模以上工业企业实现利润总额6464.3亿元，同比增长10.1%，增速比8月份回落9.0个百分点。9月工业利润单月增速略有回落主要是工业品价格变动引起的，9月PPI跌幅扩大，油价下跌对工业品价格有一定冲击，导致部分工业品价格下降挤压了盈利空间。

需求回升带动库存回补。9月末，规模以上工业企业应收账款16.24万亿元，同比增长14.3%；产成品存货4.53万亿元，增长8.2%。从产成品存货来看，9月产成品存货相较8月有所上行，由于需求端开始发力，库存有所回补。如果之后需求继续保持修复的趋势，预计补库存进程仍将继续。

中美库存周期出现了罕见的大分化。由于全球化导致各国生产趋同，过去二十年中美无论是工业品价格还是库存周期很多时候走势较为接近，但今年疫情以来，中美库存周期走势明显分化。2-3月份，由于疫情导致的经济封锁，中国先是进入被动补库存阶段，库存明显积压；4-8月份，随着复工复产推进又进入去库存阶段；9月份以来随着需求端发力，开启了主动补库存的进程。相比之下，美国则处于去库存周期，库存明显下降。为什么会这样呢？主要是中美纾困政策差异导致的，中国更注重优先复工复产，以此来保障经济平稳运行，而美国更注重财政救济，以此来维持消费。由于中国生产恢复快于消费恢复，美国消费恢复快于生产恢复，因此中国库存先升后降，而美国则持续处于去库存阶段。

风险提示：海外疫情二次爆发，中美关系恶化，房地产政策收紧等。

个股观点

【民生电子】领益智造（002600）2020年三季报点评：Q3扣非高增长，模组新贵箭已在弦

（王芳，分析师，S0100519090004，021-60876730）

2020年前三季度公司实现营收195亿元，同比增长20%，归母净利润14.4亿元，同比减少31%，扣非归母净利润13.9亿元，同比增长9.9%。

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

【民生电子】领益智造（002600）2020 年三季报点评：Q3 扣非高增长，模组新贵箭已在弦

【民生食饮】双汇发展（000895）2020 年三季报点评：肉制品业务表现亮眼，利润端增速稳健

【民生银行】常熟银行(601128):不良率创新低，拨备开始回哺利润

Q3 扣非大增 32%，子公司经营全方面向好。Q3 实现经营性净利润 8 亿元，同比增长 35%，如果剔除已经剥离的帝晶光电影响，同比增长 42%。我们认为业绩高增长主要来自于子公司经营大幅改善，东方亮彩与赛尔康三季度纷纷同比实现扭亏，分版块看：

1）领益科技主体：收入大幅增长 21%，预计领益科技 Q3 单季度实现 8.4 亿净利润，同比+5%，受益新机型放量，毛利率环比上半年提升 6%。Q4 随着 iPhone 旺季来临，业绩有望超预期。

2）赛尔康：由于印度疫情影响，上半年亏损过亿，目前复工进展顺利，7 月亏损 0.19 亿元，8 月成功实现扭亏。新产品：A 客户 20W 高功率快充+国产客户 GaN 快充+135W 大功率充电器量产，从 1-9 月的趋势来看，持续向好。赛尔康是公司模组化延伸重要抓手，一方面后续参与更多大客户快充产品开发，ASP 以及毛利率翻倍提升，另一方面若 A 客户无线充电发射端放量，赛尔康有望进一步受益。

3）东方亮彩：Q3 实现 4500 万净利润，同比增长 148%，东方亮彩整合进入快车道，从去年亏损过亿，到今年前三季度盈利近亿，证明了公司在整合方面效率，后续随着更多国产客户导入，东方亮彩有望进一步超预期。

4）江粉磁材：得益于软磁业务新增北美大客户，Q3 相比 Q2 亏损收窄。随着第四季度及明年更多项目进入量产，软磁业务有望持续向好。磁性材料是领益未来无线充电模组重要材料，协同性强。

展望未来，领益智造新一轮高成长确定。长期来看，领益模组化延伸目标清晰，公司从模切入手，整合上游材料并切入下游模组，成长空间进一步打开。公司目前布局无线充电+散热+马达三大模组，市场空间接近 5000 亿，后续从小件到材料到模组以及组装延伸，市场空间进一步打开，长期成长空间广阔。

预计公司 20-22 年营业收入 290/360/420 亿元，预计归母净利润 26/33/41 亿元，对应估值 30/23/19 倍，参考 SW 电子 2020/10/27 最新 TTM 估值 53 倍，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情控制不达预期、中美贸易摩擦升级、下游客户出货量不及预期。

【民生食饮】双汇发展（000895）2020年三季报点评：肉制品业务表现亮眼，利润端增速稳健

（于杰，分析师，S0100519010004，010-85127513）

公司公布 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 557.64 亿元，同比增长 32.79%；实现归母净利润 49.38 亿元，同比增长 25.24%，基本 EPS 为 1.49 元。折合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 193.90/18.97 亿元，同比分别增长 17.11%/增长 22.90%。公司拟每 10 股派发现金红利 6.4 元（含税）。

Q3 业绩保持较高增速，进口肉用量大幅增加提升利润表现。收入端，屠宰业务受 19Q3 猪价上涨造成的高基数效应影响，导致整体收入增速环比下滑较明显；肉制品业务方面，公司积极调整产品结构，效果较为明显，其中特优级产品占比同比+3.5ppt，核心产品王中王收入同比+13.8%。此外，新品销量占比逐季提高，部分新品如辣香肠、火炫风香肠、双汇筷厨等增长趋势明显。利润端，受益鸡肉价格下降，肉制品利润创新高；生鲜品业务加大冻品出库，同时加大肉类进口，有效弥补国产肉的外销缺口，受此因此提振，公司利润端保持较高增速。

前三季度，公司销售鲜冻猪肉、鸡肉及包装肉制品共 230.96 万吨，同比-1.15%，合 Q3 销售鲜冻猪肉等 81.36 万吨，同比+0.77%。受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪生产仍处于补栏阶段，肉制品销售总量同比基本持平。

前三季度，公司向罗特克斯采购分割肉、分体肉、骨类及副产品共 102.07 亿元，同比+202.65%，合 Q3 采购 25.81 亿元，同比+37.87%。国外猪肉内销大幅上升有

效弥补了国内生猪产能的阶段性不足，并控制了肉制品生产成本上行，增厚利润表现。

屠宰业务拖累毛利率，肉制品动销顺畅降低销售费用率。前三季度公司销售毛利率为 17.55%，同比-1.92ppt（Q3 为 18.66%，同比-0.78ppt），原因是屠宰业务在收入中占比较高，开工不足导致毛利率下行，从而拖累整体毛利率表现；肉制品业务受益于低价进口肉的大量使用，毛利率预计将同比上行。

前三季度期间费用率为 5.44%，同比-1.99ppt（Q3 为 5.89%，同比-1.15ppt）。其中销售费用率为 3.54%，同比-1.42ppt（Q3 为 3.73%，同比-0.70ppt），原因是肉制品动销顺畅，促销力度降低。管理费用率为 1.75%，同比-1.42%（Q3 为 2.11%，同比+0.04ppt）。

研发费用率为 0.11%，同比-0.02ppt（Q3 为 0.14%，同比-0.03ppt）。财务费费用率为 0.04%，同比-0.21ppt（Q3 为-0.09%，同比-0.46ppt），原因是银行利息收入增加、贷款利息支出下降。

渠道建设与养殖产能扩张双管齐下，主业经营仍有扩张空间。今年 10 月公司完成股票增发，实际募集资金约 70 亿元资金投向肉鸡、生猪养殖及屠宰、肉制品技改项目。项目达产后，预计将形成 2 亿羽/年的商品鸡产能以及约 50 万头/年的种猪、生猪出栏量，为下游屠宰业务及肉制品业务生产提供便利。同事，禽业养殖项目积极推进笼养改造，养殖指标大幅提升，为公司下一步扩大禽业规模奠定基础。

20Q3 公司坚持以销售为中心开展各项工作。电商渠道、新型休闲专业客户、餐饮专业客户渠道等新渠道销售大幅增长；公司不断加大营销投入，通过签约明星代言、开展头部主播带货等措施，品牌年轻化战略初见成效。

预计 2020-2022 年公司实现营业收入 766/701/759 亿元，同比+26.9%/-8.4%/+8.2%；实现归属上市公司净利润 66.6/71.6/77.5 亿元，同比+22.4%/+7.5%/+8.4%，对应 EPS 为 1.92/2.07/2.24 元，目前股价对应 PE 为 26/24/22 倍。公司目前估值与肉制品板块 26 倍的平均估值（Wind 一致预期，算数平均法）基本相当，未来屠宰业务有望受益生猪产能恢复，肉制品业务长期成长性良好，维持“推荐”评级。

风险提示：屠宰业务毛利率下滑超预期，肉制品业务发展不及预期，食品安全问题等。

【民生银行】常熟银行(601128):不良率创新低，拨备开始回哺利润

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

公司发布 2020 年三季报。前三季度公司归母净利润同比增长 1.76%，增速较上半年小幅增加 38bp。营业收入同比增长 4.17%，增速较上半年下降 5.29pct。拨备计提的影响减少以及所得税贡献增强，共同带动了第三季度利润增速上升。

不良率创新低，拨备覆盖率接近 500%。第三季度最大的亮点在于资产质量。季末不良贷款率环比下降 1bp 到 0.95%，刷新了上市以来的新低，反映疫情的负面影响基本被消化。而且关注类贷款率环比回落 1bp 到 1.33%，说明在严格确认不良贷款的基础上，隐含信用风险程度在下降。拨备覆盖率创新高，季末环比大幅增加 25pct 到 490%，距离 500%的台阶一步之遥。拨贷比高达 4.65%，风险抵御能力充裕。公司在第二季度加强核销处置以后，第三季度资产质量就已经实现轻装上阵。现在高额的拨备将为未来业绩的长期释放打下坚实的基础。

净息差阶段性下降，未来提升可期。营收增速较上半年下降的主要原因是净息差边际收窄。根据我们测算，第三季度单季净息差为 3.24%，环比下降 23bp。其中生息资产收益率下降 14bp，计息负债成本率上升 10bp。但是展望未来，随着货币政策回归常态化，常熟银行短久期的贷款结构将受益于明年上半年的贷款定价

和需求的提升。

资本充裕为业务发展留足后劲。公司在零售小微业务的转型道路上继续保持较快的步伐。季末个人贷款同比增速上升到 33.11%，连续三个季度站在 30%以上。通过灵活调整结构，公司保持着较为充裕的资本水平。季末核心一级资本率高达 11.38%，为未来杠杆提升留足空间。

预计 2020-2022 年的归母净利润增速为 1.59%、9.71%、16.16%。2020、2021 年 BVPS 分别为 6.58 元和 7.04 元，对应 PB 为 1.24 和 1.16 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。