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 28 日

客户观点反馈

市场普遍对四季度和明年相对谨慎，认为流动性会逐步收紧，从盈利和业绩的角度来看 21 年的出口顶多和 20 年持平，21 年的投资会下降，21 年的消费会略好，所以整体 A 股的业绩水平不会太高。相对于价值和成长，更看好价值股，一方面价值股的估值较低，另一方面价值股的业绩在改善，譬如银行、保险；同时未来六个月中国经济反弹是很确定的事实，会对价值股的业绩形成支撑。成长股里依然看好新能源，但除了新能源成长股消费电子的投资意愿下降，认为消费电子的投资周期在 2021 年 Q2 会结束。

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

【民生机械】星云股份（300648）2020年三季报点评：保护板检测高增长，静待储能业务放量

（徐昊，分析师 S0100520090001，18600163976）

公司发布 2020 年三季报，2020Q3 单季度公司实现营收 1.76 亿元，同比增长 71%，

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

【民生环保公用】华宏科技(002645)：Q3 单季度盈利同比+108%，汽车拆解运营放量值得期待

【民生电子】卓胜微（300782）：Q3 业绩符合预期，受益射频国产化趋势

【民生石化】恒逸石化（000703）2020 年三季报点评报告：毛利率提升、文莱项目投产，净利同比增 38%

归母净利润 0.19 亿元，同比增长 294%。2020 年前三季度公司实现营收 3.98 亿元，同比增长 51.6%，归母净利润 0.52 亿元，同比增长 725%，EPS 为 0.39 元。

电池保护板检测系统驱动收入高增长，减值计提影响短期业绩增速。2020 年公司 Q1-Q3 订单规模显著增加，其中锂电池保护板检测业务是高增长的核心驱动因素，营业收入增速高于营业成本增速，公司整体成本管理较好。环比二季度公司毛利率和净利率分别下滑约 5 个百分点和 1.5 个百分点。公司货币资金增加 3700 万，应收账款及票据基本保持稳定，公司现金流持续改善。本次公司集体资产减值损失约 1774 万，其中存货减值约 1200 万，应收账款坏账计提约 574 万，剔除资产减值计提，公司前三季度实际经营性业绩接近 7000 万元，整体经营情况环比改善。

客户结构优质，持续受益于下游行业成长性。公司主营业务包括电池自动化组装设备、锂电池保护板检测系统和锂电池充放电检测业务，宁德时代是公司的主要客户，公司深度绑定下游龙头企业，将充分受益于行业的高成长性。前三季度公司锂电池保护板检测系统订单显著增长，毛利率水平在过去 3 年稳定在 80%左右的水平，是公司营收和业绩增长的核心驱动力。

预计 2020-2022 年，公司实现营业收入 4.75/6.35/8.05 亿元，实现归母净利润为 0.92/1.44/2.05 亿元，当前股价对应 PE 为 51/33/23 倍。考虑到下游的高成长性，叠加公司客户结构优质，目前订单饱满，行业整体估值水平在 50 倍以上，且公司 PEG 小于 1，估值合理，可以持续看好，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新能源汽车行业增速不及预期，动力电池企业排产不及预期，应收账款坏账风险。

【民生化工】国瓷材料（300285）2020年三季报点评： Q3业绩大幅增长，盈利重回高速“赛道”

（李骥，分析师 S0100519100001，15652790817）

公司发布 2020 年三季度报告，2020 年前三季度公司实现营业收入 18.28 亿元，同比增长 18.92%，实现归母净利润 4.16 亿元，同比增长 15.89%。其中 2020Q3 实现营业收入 7.52 亿元，同比增长 48.84%，实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 42.32%。

Q3 业绩大幅增长，盈利能力重回高速“赛道”。2020 年三季度以来疫情影响逐步消散，公司各项业务逐渐恢复正常。报告期内，公司实现营业收入 7.52 亿元，同比增长 48.84%，环比增长 27.67%，实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 42.32%，环比增长 9.79%。得益于三季度业绩大幅增长，公司前三季度业绩改善显著，实现营业收入 18.28 亿元，同比增长 18.92%，实现归母净利润 4.16 亿元，同比增长 15.89%。实现扣非净利润 3.98 亿元，同比增长 15.18%，其中报告期内政府补贴为 1,767 万元。目前，公司在手订单充裕，各板块发展势头良好，盈利能力重回高速赛道。

蜂窝陶瓷持续放量，未来有望进驻船机市场。公司是全球为数不多能够提供全系列催化材料产品的供应商之一，随着国六标准稳步实施，以及国际市场开拓顺利，公司蜂窝陶瓷等催化产品持续放量。公司目前已经成功进入玉柴动力、潍柴动力、中国重汽等主机厂众多车型的供应链体系，燃气机的国六推进已带动大批量销售，业绩支撑力强。此外，公司目前生产的蜂窝陶瓷载体还可满足移动源、固定源 VOC 和船机市场的需求，未来有望打入船舶市场。

多重布局助力业绩上行，看好长期发展价值。MLCC 粉 2020 年需求底部回暖，公司产品持续呈现供需两旺局面。齿科全产业链闭环启动在即，战投助力品牌加速布局下沉市场。同时，公司陶瓷墨水上半年表现亮眼，5G 新材料进展顺利，未来有望成为业绩增长新动力。多点开花助力业绩上行，我们看好公司长期发展价

值。

预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.59、0.84 和 1.09 元，对应 PE 分别为 69、49 和 38 倍。参考 CS 其他化学制品 II 板块当前平均 79 倍 PE 水平，考虑公司三大业务稳步提升，各板块齐头并进，业绩增长有保障，维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格波动风险、国六标准执行不达预期、下游需求不达预期。

【民生建材】科顺股份（300737）2020年三季报点评：毛利率大幅提升，净利同比增113%

（杨侃，分析师 S0100516120001，18611567286）

公司 2020 年 10 月 28 日发布 2020 年三季报，2020 年前三季度营收 43 亿元，同比增长 30%，归母净利 5.7 亿元，同比增长 113%，归母扣非净利 5.8 亿，同比增 123%。

毛利率大幅提升 5.94 个百分点，净利同比增长 113%。据公司公告，2020 年前三季度营收 43 亿元，同比增长 30%，归母净利 5.7 亿元，同比增长 113%，归母扣非净利 5.8 亿，同比增 123%。公司净利同比增速显著高于营收增速，我们判断主要是原材料采购价格同比有所降低导致公司毛利率提升所致，公司前三季度综合毛利率 39.73%，同比大幅提升 5.94 个百分点。此外，随着四季度下游需求的持续回暖，我们预计防水行业高景气度有望持续。报告期管理费用 1.9 亿，同比增长 30%，主要系股份支付费用和职工工资增加所致。报告期财务费用 0.3 亿，同比增长 30%，主要系银行借款增加所致。

国内防水领军企业，品牌、技术壁垒、渠道网络等打造牢固护城河。公司主营产品包括防水卷材、防水涂料两大类，并可以为下游客户提供“一站式”防水解决方案的工程服务。品牌、技术壁垒、渠道网络优势等打造了公司牢固的护城河。

品牌方面，“CKS 科顺”、“依来德”、“APF”商标被认定为广东省著名商标，高分子防水涂料产品被认定为广东省名牌产品，136 款产品入选“标志产品政府采购清单”。

技术壁垒方面，董事长陈伟忠具有 20 多年的建筑防水行业经验，曾参与多个行业标准编制。公司为国家火炬计划重点高新技术企业，拥有院士工作站、国家级博士后科研工作站、中国建筑防水行业标准化实验室等研发资质以及省级研发中心、省级工程中心等平台，同时与清华大学、华南理工大学等高校建立了产学研合作关系。目前公司拥有和正在申请的专利超过 280 多项。

渠道网络方面，公司采用直销+经销的销售模式，现已在北上广深等地开设 17 家销售分公司，同时公司在全国 30 个省份与超过 1,000 家经销商建立了长期稳固的合作关系。公司与碧桂园、万科、融创、华夏幸福等知名房企确定了战略合作关系并成为其重要供应商；与中国建筑、中国中铁、中国铁建等大型建筑企业建立了长期合作关系；在高铁、地下管廊、机场、地铁等领域也拥有较多客户；在经销渠道方面，公司拥有多家年销售收入在千万元以上、合作时间长达 10 年以上的经销商。

基建回暖在即，防水需求有望持续向好。2019 年全国 GDP 同比增 6.1%，固定资产投资完成额（基础设施建设投资）累计同比 3.3%（2018 年 1.8%），房地产开发投资完成额累计同比 9.9%（2018 年 9.5%），房屋新开工面积累计同比为 8.5%（2018 年为 17.2%）。随着海南自贸区、雄安新区、西部大开发和长三角一体化为代表的国家重点规划推进，公司将持续受益下游需求的稳定增长。

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.31 元、1.58 元、1.93 元，对应 PE 分别为 17.1 倍、14.3 倍、11.7 倍。当前建材行业可比公司平均估值为 30 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：国内基建和地产增速下滑；产能投放速度放缓。

- **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。