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 27 日

客户观点反馈

客户表示，受流动性收紧预期及蚂蚁上市分流资金的影响，市场情绪普遍保守，关注标的性价比，同时聚焦科技，大金融，白酒等成长性兼具确定性的板块。

总量观点

【民生宏观】10月流动性观察

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

9月超储率大约在1.5%-1.6%之间。总准备金率=法定准备金和超额准备金余额/准备金缴存范围，以此来计算9月我国总准备金率大约11.1%左右。而超储率=总准备金率-法定准备金率，其中法定准备金率根据央行官方披露5月份之后大约为9.4%（加权），因此9月我国超储率大约在1.5%-1.6%之间，相较8月有所改善，流动性偏紧的问题有所缓解。

四季度结构性存款仍需压降2.5万亿元。根据监管要求，银行体系内结构性存款要在2020年9月30日前压降至年初规模，并在年底前逐步压降至年初规模的三分之二。5个月以来结构性存款被压降了3万亿元左右，据此测算，预计四季度结构性存款仍要压降2.5万亿元。未来几个月银行体系内存款可能继续存在分流现象，中小银行可能继续面临存款荒问题。

易行长金融街论坛讲话释放了四点信号。一、货币政策应更多考虑与潜在产出相匹配；二、四季度银行将为实体让利4000亿元左右；三、要保持正常的、向上倾斜的债券收益率曲线；四、随着名义GDP增速逐渐恢复，明年宏观杠杆率将会更稳一些。

风险提示：经济恢复不及预期、实体去杠杆超预期、财政支出不及预期等。

个股观点

【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

（杨任重，分析师 S0100520070001， 13120659816）

公司今日发布 2020 年三季报，前三季度实现收入 22.7 亿元，同比+34%，实现归母净利润 1.66 亿元，同比+11%。

下游需求回暖带动 Q3 收入激增，增长逻辑由设备向运营转变。公司 Q3 单季度实现收入 10.7 亿元，同比+91%，实现归母净利润 9100 万元，同比+108%，较中报改善明显。除鑫泰科技并表影响外，疫情影响减弱后下游废钢及汽车拆解行业恢复正常运营，带动公司利润提升。随着废钢价格波动的稳定，运营商进入良性竞争状态，5 月起废钢设备行业景气度持续回升。Q3 公司北京华宏土地达到预定可使用状态，子公司中物博汽车拆解业务后续有望充分受北京市年初的汽车报废补贴政策，运营端的快速放量值得期待。

运营业务占比提升致毛利率略有下滑，未来有望充分受益拆解政策红利。公司前三季度实现综合毛利率 16.3%，净利率 7.4%，同比-4.7%和-1.6%，主要系设备毛

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】贵州茅台（600519）2020年三季报点评：直营支撑公司增长，全年任务稳步推进

【民生策略】回调无需过分担忧，布局是当前的策略主题

【民生电子】大族激光(002008):经营业绩符合预期，看好公司长期发展

利略有下滑同时低毛利的运营业务占比提升。前三季度销售/管理/财务费用率同比-1.4%、-0.8%以及+0.4%，主要系疫情下严控相关开支以及鑫泰科技并表的影响。其他收益占比环比中报有所提升，主要系再生资源装备财政补助收入。公司高值废旧产品资源化利用系统集成应用解决方案在三季度获得验收，后续具备为汽车拆解企业提供成套设备解决方案的能力，有望充分受益拆解新政的落地。

南方稀土合作 6 万吨废稀土利用项目值得期待，有望与拆解形成良好协同。公司年内完成对稀土回收利用领域细分龙头鑫泰科技的收购，此前公告与龙南政府、南方稀土签署《年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目框架协议》，我们测算该项目落地后鑫泰科技稀土氧化物产能规模有望翻倍，弹性可观。汽车 EPS 转向系统、电机中含有大量钕铁硼磁材，对于稀土回收利用领域的布局有望提升公司汽车拆解业务的价值量，从而通过增加产出、减少中间环节的方式打造在该领域的竞争优势。

汽车拆解新政 9 月落地后将对行业进行重塑，我们看好公司稀土回收利用板块与汽车拆解业务之间的协同，未来运营业务将成为公司业绩增长的核心驱动力，预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 0.40/0.53/0.69 元/股，对应当前股价 PE 22/17/13x，略低于行业 24x 的 2020 年预测 PE 中位数，维持“推荐”评级。

风险提示：1、汽车拆解政策执行不及预期；2、稀土项目落地不及预期；3、设备周期下行。

【民生电子】卓胜微（300782）：Q3业绩符合预期，受益射频国产化趋势

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

公司发布 2020 年三季报：前三季度营收 19.7 亿元，同比+100.3%，归母净利润 7.18 亿元，同比+122.4%，扣非后归母净利润 7.0 亿元，同比+120.5%。其中 Q3 营收 9.75 亿元，同比+107.6%，环比+78%，归母净利润 3.64 亿元，同比+114.6%，环比+81%，扣非后归母净利润 3.6 亿元，同比+113.6%。

Q3 业绩符合预期，受益大客户旺季备货。业绩预告披露：Q3 归母净利润 3.48 亿元至 3.65 亿元，同比+104.9%-114.91%，实际业绩接近预告上限。20Q3 毛利率 50.2%，同比-2.5pct，净利率 37.3%，同比+1.3pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.47%/5.74%/0.52%，同比分别-2.1/-3.2/+3.2pct，其中研发费用 0.48 亿元，同比增长 34.6%。业绩增长主要受益于：（1）受益 5G 换机，安卓大客户备货并且 ASP 提升；（2）规模效应显现，期间费用率同比下降，净利率提升。

受益 5G 换机和 5G 基建，射频器件国产替代不断深入。公司产品线覆盖终端的射频开关、低噪声放大器、SAW 滤波器等，持续改善射频生产工艺，目前滤波器市场开拓顺利，公司积极布局射频模组和 PA 产品，ASP 和市场份额有望提升，受益 5G 换机和 5G 基建。5G 带来手机频段的增加+高端应用不断推陈出新，手机射频前端芯片的需求将会增加。受到 5G 换机周期，18-23 年全球射频前端市场规模 CAGR 预计为 16%，2023 年总规模接近 313 亿美元。

拟定增加码高端滤波器，进一步延伸产品线。公司拟定增不超过 5400 万股，募资总额不超过 30.06 亿元，用于高端射频滤波器芯片及模组、5G 通信基站射频器件项目。本次定增项目公司通过与 Foundry 共同投入晶圆前道产线，快速迭代高端滤波器与 5G 基站射频器件的生产工艺并打造量产能力，将形成覆盖高、中、低频段的射频滤波器和 5G 基站射频器件产品线。

我们预计公司 20-22 年收入为 23、32、41 亿元，归母净利润为 8.7、11.3、14.5 亿元，对应估值为 81、62、49 倍，参考 SW 半导体公司 107 倍 PE（ttm）估值，同时考虑公司的稀缺性，维持公司“推荐”评级。

风险提示：中美贸易摩擦、大客户进展不及预期、大客户技术迭代不及预期。

【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%

（杨侃，分析师 S0100516120001，18611567286）

公司 2020 年 10 月 26 日发布 2020 年三季报，2020 年营收 613 亿元，同比下降 1.4%，归母净利 30.6 亿元，同比增长 38%，归母扣非净利 27.5 亿，同比增长 45%。

毛利率提升及文莱项目投产，净利同比增长 38%。公司前三季度综合毛利率 9.81%，与半年报相比提升了 0.21 个百分点。前三季度销售和管理费用分别为 4.7 亿，5.4 亿，同比分别增长 53%，35%，主要是文莱炼化项目投产导致的销售活动相关费用增加，职工薪酬和财产保险费增加。财务费用 14.8 亿，同比增长 183%，主要是融资规模扩大，利息费用增加所致。

产业链一体化优势和规模优势打造公司牢固护城河。公司是全球领先的炼化化纤一体化企业，原油加工能力 800 万吨/年，已披露拟新增 1400 万吨/年；参控股 PTA 产能 1350 万吨/年，已投拟新增 600 万吨/年； CPL 产能 40 万吨/年；聚酯纤维产能 635 万吨/年；聚酯瓶片产能 150 万吨/年，已投拟新增 50 万吨/年。

产业链一体化优势：公司一体化产业链上、中、下游原料自给自足，增强抵御经营波动风险的能力。文莱炼化二期项目建成投产后，将新增“乙烯-丙烯-聚丙烯”产业链，有利于提升文莱炼化一体化项目集约化、规模化和一体化水平。

规模优势：公司参控股 PTA 产能占 2019 年全国有效产能的 28%，参控股聚酯产能占 2019 年全国聚酯有效产能 13%。规模优势促进了生产装置运行及产品质量的稳定性、生产效率的提高，并极大地降低了单位投资成本及单位能耗，产品单位制造成本在同行业中具有显著优势；同时规模化采购让公司具备较强的议价能力，获得优势价格节省采购成本。

公司持续受益聚酯产业链集中度提升和产业链利润下移。据公司公告，国内 PX 产能占全球份额从 2018 年底的 27.4%提升至 2019 年底的 36.7%，预计 2020 年国内 PX 进口依存度将大幅降低。PTA 在 2020 年将会有一轮集中的产能释放，预计新增产能 1100 万吨。2020 年 PTA 的产量增速将超过聚酯， PTA 将进入供应宽松格局。聚酯纤维自 2017 年开始产能增速即稳步下降，预计在 2020 年产量增速将滑落到 5%左右。我们判断随着上游原材料供给宽松，产业链的利润将向下游聚酯转移。

涤纶长丝从 2011 年至 2019 年行业集中度 CR6 占有率从 32%提升至 46%。未来行业内主要新增产能均来自于上市公司，公司等领企业未来将持续受益集中度提升。

文莱项目将成为新的业绩增长点。据公司公告，东南亚成品油市场缺口较大。东南亚炼油能力约 3 亿吨，成品油产能约 1.8 亿吨，产量约 1.4 亿吨，缺口约 10700 万吨。东南亚人口约 6.41 亿，成品油需求增长潜力大。随着文莱二期 1400 万吨/年的陆续投产，公司业绩有望快速增长。

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.23 元、150 元、1.77 元，对应 PE 分别为 9.7 倍、8.0 倍、6.8 倍。当前水泥行业可比公司平均估值为 17 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：聚酯和 PTA 产品价格下滑；新产能投放速度放缓。

● 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。