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 26 日

- **客户观点反馈**

市场调整充分反应流动性收紧等风险，短期下行风险有全球疫情二次蔓延及美国大选等。消费与出口接棒投资成为复苏动能，盈利超预期将驱动市场震荡向上，但科技+可选消费为配置重点，增配低估值周期成长股，大金融优选保险地产券商。

- **总量观点**

【民生策略】回调无需过分担忧，布局是当前的策略主题（喻雅彬，分析师 S0100520010002，13522270738）

在10月份月度策略中我们预计市场整体仍会维持宽幅震荡的局面。配置上抓住两条线索，一是景气度高位延续的相关板块，二是继续布局景气度低位上行且有望延续到明年的相关板块。

1.周五的市场化回调在反映什么：三个原因和一个隐忧

主要原因仍是三季报期间资金情绪不稳，这一波动预计将延续到月底。节后以来，频繁出现机构重仓股大跌的情况，板块上也出现了一轮快速轮动，从光伏/锂电成长主线，到汽车、家电，再到大金融，体现出明显的情绪回落。当前市场缺乏热点的同时叠加资金情绪不稳，很容易在其它因素助推下走弱。

蚂蚁金服IPO助推市场下跌，但注册制下大额IPO不可简单类比以前的市场规律。一是当前资本市场的定位要远超过往；二是注册制下IPO数量的提高对场内资金的影响，更多会体现为减少对增长空间较小、业绩增长不确定性大的板块和个股的持仓，优质赛道和资产会进一步得到集中配置；三是蚂蚁金服也远非当年油价顶点上市的中石油，上市资产质量和成长空间的影响要远大于简单看规模。

越临近十一月初，美国大选带来的美股波动对A股影响越大。美国大选的不确定性仍是压制资金，尤其是北向资金风险偏好的主要因素。边际上观察，特朗普和拜登的民调差距较第一轮辩论中缩小，甚至海外对Twitter等社交媒体的数据分析，特朗普的支持率开始出现复苏。

一个隐忧：转向展望明年之际，今年受疫情影响业绩增速较高但持续性存疑的板块的估值还能维持吗？今年的疫情明显割裂了各个行业和板块的景气度修复节奏，部分行业受益于疫情，景气度明显上升，在前期流动性宽松的整体大环境下，估值被拉升到了较高水平。本周五在一些个股上观察到，前期因为受益于疫情，业绩增速超过正常水平，使得市场资金对后续三四季度业绩增速普遍偏乐观，但最终结果是增速回归常态，主流资金也选择用脚投票。随着十一月临近，市场完成估值切换，今年上半年业绩阶段性高增长的部分板块可能估值上也要向明年业绩正常增速下的水平看齐。

2.配置建议

根据本周市场行情的边际变化，配置上进行部分调整，目前的主线仍是继续布局景气度低位回升的板块，推荐四条线：一是前期回调较充分的**消费电子**，二是受益于消费和服务业回暖的**家电/酒店/旅游/超市/航空**，三是偏上游的**建材/机械/涨价化工**，四是大金融板块里的**保险/券商/优质银行个股**。对于部分前期涨幅较

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】洋河股份（002304）2020 年三季报点评：营收与业绩增速回正，调整已至尾声

【民生食品饮料】养元饮品（603156）2020 年三季报点评：疫情负面影响逐步消退，Q3 业绩环比复苏显著

【民生金融】平安银行(000001)：两市首份银行三季报，利润增速触底回升

【民生军工】中航高科（600862）2020 三季报点评：复材业务增长显著，看好长期发展

大的高景气板块，持仓上要向明年业绩增长确定性高的个股集中，长期来看具有增长空间的核心资产都将是稀缺标的。近期也值得关注部分高位回调，估值重回合理区间的成长龙头的布局机会。

风险提示

海外经济恶化，中国信用环境恶化，数据和模型存在局限性。

个股观点

【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（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

10月25日公司发布2020年三季报，前三季度公司实现营业收入672.15亿元，同比+10.31%；实现归母净利润338.27亿元，同比+11.07%，折合基本EPS 26.93元。20Q3单季度公司实现银营业收入232.62亿元，同比+8.46%；实现归母净利润112.25亿元，同比+6.87%。

1.直营放量支撑Q3经营同比改善，预收账款蓄水池作用与回款大幅改善

20Q3单季度公司营收同比+8.46%，增速有所放缓但前三季度收入累计增幅仍符合公司全年增长指引。**从产品端看**，茅台酒/系列酒实现收入208.84/23.50亿元，分别同比+9.70%/-1.38%，其中系列酒由于经销商队伍调整和公司主动控量维护价盘的原因，叠加同期基数较高，表现略有承压。**从渠道端看**，20Q3公司直销/批发渠道分别实现营收32.80/199.54亿元，分别同比+118.57%/+0.17%，直营渠道持续放量，其中直销渠道收入占比较19Q3增长7.11ppt至14.12%，公司渠道改革效果显著。20Q3单季度公司净增加5家系列酒经销商，减少7家茅台酒经销商，判断经销商队伍调整动作预计已基本到位。**从预收账款和现金流看**，20Q3公司预收账款（合同负债+其他流动负债）环比减少1150万元，优于19Q3环比减少的10亿元的表现，预收款蓄水池作用稳健；20Q3单季度公司销售收现/经营净现金流分别为249.02/124.90亿元，同比+9.03%/+286.87%，经营现金流同比大幅改善主要系客户存款和同业存款同比由大额减少转为正增长所致。

2.经营效率稳健，税金及附加拖累盈利能力改善

20Q3单季度销售毛利率为91.06%，同比+0.27ppt，预计主要系非标产品叠加直营占比提高贡献产品盈利能力。期间费用率为8.86%，同比-0.38ppt，其中管理/销售/研发/财务费用率分别为2.56%/6.59%/0.06%/-0.34%，分别-0.25ppt/+0.21ppt/0/-0.35ppt，公司整体经营水平稳健。20Q3归母净利率为46.89%，同比-0.14ppt，主要系20Q3税金占比同增1.56ppt至15.92%，拖累公司盈利能力。

3.全年任务稳步推进，价格上行反应真实需求与行业回暖

公司目前正按年初规划有条不紊地持续推进各项工作，疫情后茅台展现龙头风范积极作为，支撑行业发展信心，预计全年任务将顺利完成。今年中秋与国庆双节期间，茅台通过直销渠道进行飞天茅台投放以满足大众消费者的消费需求，叠加公司在直销渠道的各类举措，这对于缓解供需失衡、培育消费者等方面具有重大意义。从批价来看，在公司加码直营同时，公司三季度批价稳步上行，于2700-2800元区间浮动。随着经济复苏推动行业需求转暖，茅台批价上行验证其需求强势，也使得未来提出厂价动作兑现概率持续处于高位。作为白酒行业内增长最具确定性的公司，我们坚定看好茅台强大基本面韧性及未来增长的确定性。

4.盈利预测与投资建议

在不考虑未来提价的假设下，预计20-22年公司实现营收992/1145/1314亿元，同比+11.6%/+15.5%/+14.7%；归母净利润485/576/673亿元，同比+16.9%/+19.5%/+16.8%，EPS为38.36/45.86/53.58元，目前股价对应PE为45/37/32

倍，估值略高于白酒板块2020年44倍PE（wind一致预期，算数平均法），考虑公司增长确定性，**维持“推荐”评级**。

风险提示

疫情或经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

【民生电子】大族激光（002008）2020年三季报点评：经营业绩符合预期，看好公司长期发展（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780 ）

10月25日，公司发布2020年三季报，2020年前三季度实现营业收入88.59亿元，同比增长27.58%，实现归母净利润10.20亿元，同比增长69.99%。

1.经营业绩均处于预告区间中值，符合预期

2020年前三季度公司实现营业收入88.59亿元，同比增长27.58%，归母净利润10.20亿元，同比增长69.99%，处于此前预告区间中值，扣非归母净利7.98亿元，同比增长55.39%；加权平均ROE同升3.92pct至10.95%，整体毛利率同升7.16pct至40.88%。其中，Q3单季实现营业收入36.99亿元，同比增长67.41%，归母净利润3.97亿元，同比增长79.83%，处于此前预告区间中值，扣非归母净利2.93亿元，同比增长64.98%。业绩增长主要系国内新冠疫情得到有效控制，消费类电子业务需求好于预期，产品订单较去年同期保持稳定增长。同时，受益于行业景气度持续提升，PCB业务订单及发货均较上年同期大幅增长，并由于销售产品结构优化，带动整体毛利率提升。

2.半导体、光刻机、光伏等新业务进展顺利

Mini-LED晶圆加工设备开始批量出货。光伏行业激光类设备销售实现较大增长。目前公司半导体激光设备已进入多家封测领先企业供应商序列，并逐步获得订单；光刻机项目进展顺利，主要聚焦在5G通讯配套分立器件、LED、Mini/Micro-LED新型显示等方面应用，已实现小批量销售。

3.IT业务5G大趋势不变，看好公司长期发展

受益5G时代射频、结构件、摄像头等部件的创新叠加5G带来的换机潮，大客户对激光器需求增长趋势不变。公司是大客户激光设备的最大供应商，在资金实力、人员配备、设备稳定性、现金流、商务关系、大规模供货能力等多方面均具备较强竞争力，在维持高市占率的同时创新业务进展顺利，看好未来长期增长。

4.盈利预测与投资建议

我们预计2020/2021/2022年公司归母净利分别为11.8/16.7/18.9亿元，对应PE为32/23/20倍，参考可比公司62倍PE，**维持“推荐”评级**。

风险提示

研发进展不及预期、国产存储器产能释放不及预期、疫情影响下游需求。

风险提示

全球疫情传播持续恶化、疫情影响下游需求的风险、个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学经济学学士，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。