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 15 日

客户观点反馈

市场突破震荡区间中枢，风险偏好抬升，Q3 盈利修复进程超预期将继续利好市场，继续看好科技+可选消费为主。

总量观点

【民生宏观】实体经济融资需求爆发——9月金融数据点评

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

企业中长期贷款持续高增长，指向实体经济融资需求强劲。9月新增人民币贷款19000亿元，略高于市场预期的17500亿元。分结构看，企业中长期贷款表现最为亮眼，一方面财政发力，基建类贷款放量，另一方面投资增速回升，企业有更多固定资产投资需求。居民中长期贷款表现也好于往年同期，在房地产融资受限的情况下房地产企业有加快销售回款的动力，助推居民房贷高增。票据融资明显回落，或与银行腾挪安排信贷额度有关。

非银存款占用是银行存款荒原因之一。今年三季度，一方面是股市行情较好，吸引了大量资金进场，这些资金被存放在非银机构账面上，转换为非银存款。从居民和企业存款端也可以看到，7月份大量居民和企业将资金从银行转移到股市，进而使非银存款占用了大量资金。另外，结构性存款被压降后，有资金被用于购买表外资管产品，比如表外理财或券商、基金资管计划，这会导致资金被计入非银存款，之后再转换为同业负债。也可以看到，往年9月由于跨季因素，银行会收回部分投向非银的流动性，这就会使非银存款下降。但今年9月非银存款下降幅度并不大，可能与结构性存款转换表外资管产品有关。

资本金不足问题值得关注。根据测算，今年疫情以来商业银行资本充足率快速下降。一方面是信贷增速明显提高，另一方面是压低净息差、金融为实体让利削弱了银行盈利能力。而盈利能力是银行补充核心一级资本最重要手段，当前来看，中小银行核心一级资本充足率已经下降至2013年以来最低水平。而解决这一问题的方法不外乎这么几种：1、增加银行净息差，提高银行盈利能力；2、财政注资入股，提高中小银行股权本金；3、压低信贷增速，降低分母。

社融拐点更多取决于实体经济融资需求和银行资本金压力。未来来看，10月政府债券预计仍保持较高发行节奏，但年底政府债券发行规模预计有所下降。信贷需求方面，由于中国防疫取得良好效果，消费、投资、出口均快速反弹，IMF也上调了中国经济增速预测。在此背景下，实体企业融资需求较为旺盛，叠加新一轮库存周期可能开启，需求角度来看社融继续高增有一定保障。但从供给的角度看，由于银行面临很大的资本金压力，或对银行放贷意愿产生一些影响。

风险提示：

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

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

【民生宏观】实体经济融资需求爆发——9月金融数据点评

【民生食品饮料】复合调味品行业深度报告：复合调味品景气度高，产品+渠道构筑核心壁垒

- 行业观点

【民生食品饮料】复合调味品行业深度报告：复合调味品景气度高，产品+渠道构筑核心壁垒

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

复合调味品行业处于快速成长期，渗透率不断提升，增长潜力较大。2018年我国复合调味品市场规模突破千亿，2013-2018年CAGR为14.39%，增速明显快于单味调味品，目前仍处于导入阶段，渗透率较低。我国复合调味品渗透率仅为26%，相较发达国家渗透率至少有一倍提升空间。2016年日本/美国/中国人均复合调味品开支分别为88.7/85.5/9.3美元，按人均消费达到日本和美国水平的一半计算，还有3倍提升空间。餐饮渠道上看，人均可支配收入增长和城镇化率的提升支撑居民外出就餐频次增加，提升下游餐饮业景气度；连锁化经营趋势下，餐饮企业连锁化率提升空间较大，催生复合调味品定制化需求。家庭渠道上，复合调味品显著简化烹饪流程，提升烹饪效率，缩短烹饪时间，完美解决年轻人没时间做饭，烹饪水平不高的问题，C端需求将持续旺盛。

中式复合调味料“赛道”最优，细分品类上川式复合调味料前景最佳。火锅和川菜已成餐饮行业中最重要的菜系与品类，在餐饮行业占比达29.7%。受益于川菜和火锅的持续流行，川式复合调味料发展前景明朗，川式复合调味料可分为火锅底料和川菜调味料。火锅调味料是其中最重要，发展最为成熟的品类，占据中式复合调味料50%以上的份额，市场规模由2010年的73亿元增长至2019年的256亿元，CAGR达15.0%。同时火锅底料应用空间广泛，不局限于火锅汤底，还可用于烹饪等，无论是餐饮端还是家庭端渗透率都存较大提升空间。川菜复合调味料方面，鱼调料是其中发展最为成熟的单品，各头部企业均有布局。受益于小龙虾的火爆和佐餐概念的兴起，小龙虾复合调味料和佐餐酱成为独立大单品，发展潜力巨大。

新品研发能力和渠道推广能力是复合调味品行业核心壁垒。从产品壁垒来看，复合调味品种类多、口味多，产品周期短，十分考验新品研发能力，天味食品以用户需求为导向，通过B、C端联动创新产品，拥有百余人研发团队，每年推出一定数量新品，共有“好人家”、“大红袍”、“天车”、“有点火”四大品牌，九大类共计100余种产品。颐海国际通过推出产品项目制，鼓励员工自行组队提出产品创意，并在该产品成功上市盈利后得到相应奖励，充分调动了员工的积极性。从渠道壁垒来看，调味品行业“小食品、大流通”的特点决定营销网络的建设至关重要，渠道里的强弱决定公司可以占据的市场份额，目前头部企业颐海国际和天味食品营销网络基本覆盖全国大部分地区，但覆盖密度提升空间巨大。颐海国际激励政策充分，推出合伙人裂变制，将公司利益和销售团队利益深度绑定，销售人员人均创收连年增加。

投资建议

复合调味品行业处于快速发展阶段，受益于餐饮行业繁荣发展，发展前景广阔，建议关注新品研发能力较强，渠道力强的头部企业，**包括【颐海国际】、【天味食品】、【日辰股份】等。**

风险提示：

餐饮连锁化率提升不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等。

- 个股观点

【民生机械】伊之密（300415）：三季度业绩预告点评：注塑机持续放量，三季度业绩创历史新高（关启亮，研究助理 S0100120030002，17825000620）

一、事件概述

10月12日，公司发布前三季度业绩预告，预计前三季度营收约为18.67亿元，同比

增长15%，归母净利润约为2.16-2.27亿元。预计第三季度单季度营收7.97亿元，同比增长约64%，归母净利润约为1.15亿元-1.26亿元。

二、分析与判断

单季度营收创历史新高，盈利能力大幅提升。公司Q3单季度业绩亮眼，有望继Q2后再创公司单季营收和归母净利润历史新高。另据公司业绩预告推算，公司三季度净利率区间为14.4%-15.8%，较去年同期10.8%显著提升，考虑与公司订单放量后规模效应显现，公司内部成本管控能力提升有关。

疫情过后通用设备需求放量，注塑机订单充足。一季度受疫情影响，上下游生产推迟，公司营收大幅下滑。随着疫情控制良好，二三季度通用设备市场快速恢复，尤其注塑机市场需求火爆，公司积极开展生产，主营产品注塑机上半年营收占比74%，7月1日-8月23日，注塑机新签订单5.24亿元，在手订单充足，且2020年注塑机迎来周期性需求放量，订单有望保持良好增势。

公司市占率提升空间大，海外市场不断开拓布局。我国注塑机市场竞争格局较为分散，龙头企业海天国际市占率较高，但其余厂商市场份额却不足5%。凭借生产工艺技术的不断改进、丰富完备的产品线和高性价比的产品，公司有望持续享受市占率提升带来的红利。同时，公司在德国成立研发中心，北美、印度设厂，稳步推进全球化发展战略。虽然当前海外市场的不确定性对公司业务拓展造成影响，但随着海外疫情企稳，仍看好作为公司重要战略的海外业务增长。

三、投资建议

预计2020-2022年，公司实现营业收入26.93/33.78/40.29亿元，实现归母净利润为2.82/3.59/4.32亿元，当前股价对应PE为23.1/18.1/15.1倍，与中证通用设备行业市盈率36.22x相比，当前估值水平存在比较优势。随着疫情后下游需求的强势复苏，通用设备下游高景气度有望延续。考虑到公司在注塑机行业的国内市场份额领先，伴随着管理优化带来生产效率提升，预计公司净利润有望迎来持续增长，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

行业需求低于预期、行业竞争加剧导致价格下滑、海外市场受疫情影响拓展缓慢。

● 个股观点

【民生电子】信维通信（300136）业绩预告点评：Q3略低预期,大客户收入确认延迟

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

一、事件概述

公司预告前三季度归母净利润7.3-7.6亿元，同比下滑4%-8%，其中Q3单季度归母净利润4.0-4.3亿元，同比下滑7%-13%。

二、分析与判断

Q3增速下滑，四季度有望恢复增长。Q3单季度预告区间中值为4.2亿元，同比下滑10%，环比增长56%。Q3主要受大客户收入确认延迟，预计四季度恢复增长。

射频龙头持续加大研发，布局不断完善。拟增发30亿投资射频前端器件、5G及无线充电模组项目。1）研发方面，19年研发投入达4.4亿元，同比+54.3%，高研发费用为公司射频材料、6G的研发打下了技术基础。2）产能方面，加码越南和常州基地。公司无线充电去年在大客户新机型获得突破，未来有望进一步提升供货

份额。据IHS 预测，无线充电市场的总规模2024年达到150亿美元。公司是无线充电一站式解决方案提供商，实现从材料到模组的一体化供货。

长期布局清晰，泛射频龙头格局初现。公司从天线开始，持续在射频前端领域延申，此前入股德清华莹，成功切入saw滤波器领域，年初入股瑞强通信，拓展PA布局，射频前端还包括开关、双工器、PA等核心部件，公司定位泛射频龙头，未来横向拓展空间广阔。

三、投资建议

我们预计公司20-22年收入为70\90\110亿元，归母净利润为13\18\23亿元，对应估值38/28/22倍，参考SW电子2020/10/12最新TTM估值55倍，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

中美贸易摩擦加剧、消费降级、大客户技术变革不及预期、下游竞争加剧。

- **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。