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 09 日

- 客户观点反馈

展望 10 月中上旬，基于美国大选前仍有较多不确定因素，市场震荡的格局将进一步延续，但基于以地产和金融为代表的权重股，估值处在历史低位，下行空间有限，经过连续回调后，后续将对指数有所支撑，市场目前阶段仍处于震荡期。

- 总量观点

【民生宏观】当需求加速回暖，一切都将不同——点评9月PMI数据

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

9 月制造业 PMI 好于预期，最大贡献来自于需求加速回暖。9 月制造业景气继续回升。其中，新订单指数创年内新高，显示需求正在加速回暖。具体表现在：一方面，市场主体内生需求加速修复，推动经济良性复苏；另一方面，海外生产修复受到疫情持续蔓延影响，中国出口份额有望继续提高。我们测算，仅新订单一项，对 9 月 PMI 回升的贡献达到 50%。

需求加速回暖，正在带来一连串积极的变化。一是得益于需求对生产的支撑增强，生产持续强力复苏，9 月生产指数对 PMI 回升的贡献为 26%；二是企业采购意愿增强，出现主动补库存迹象，9 月库存指数对 PMI 回升的贡献为 25%；三是企业家信心持续增强，制造业、建筑业和服务业企业预期指数均持续处于高位景气区间，经济复苏后劲强。

数据也显示，目前有两个问题需要关注。其一，制造业原材料供应商交货时间继续加快，但由于该指数是逆指数，因此对 PMI 是负贡献；其二，尽管制造业主要原材料购进价格指数上升，但制造业出厂价格指数和非制造业销售价格指数均回落。我们认为，这两个问题其实都反映出，尽管需求正在加速回暖，但截至目前，“生产领先于需求”的问题尚未得到彻底解决。

A 股短期震荡主要是受外围市场影响，中长期不必悲观。中国经济持续复苏的态势没有改变，流动性紧张局面在央行 9 月大规模净投放后也得到一定程度缓解。短期内，A 股受海外市场波动影响在所难免，但受益于中国疫情防控得力、政策不确定性较小、经济持续复苏等因素，A 股中长期向好趋势不变。

风险提示：

全球疫情传播持续恶化，美国政治经济不确定性放大。

- 行业观点

【民生化工】万华MDI挂牌价持续上调，聚氨酯稳中上行

（李骥，分析师 S0100519100001，021-60876731）

一、本周板块行情：

本周上证综合指数下跌 3.56%，创业板指数下跌 2.14%，沪深 300 下跌 3.53%，中信基础化工指数下跌 4.79%，申万化工指数下跌 4.87%。

化工各子行业板块涨跌幅：本周，化工板块各子行业普跌，跌幅前五的子行业分别为氨纶（-10.07%）、钛白粉（-8.37%）、合成树脂（-7.99%）、聚氨酯（-7.95%）、有机硅（-7.28%）。

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】当需求加速回暖，一切都将不同——点评 9 月 PMI 数据

【民生食饮】克明面业（002661）员工持股计划草案点评：激励力度较高，考核目标以中长期利润增长为导向

二、本周行业动态：

聚氨酯：9 月 24 日，万华化学公告 10 月中国地区 MDI 价格，其中聚合 MDI 分销市场挂牌价 19600 元/吨（环比上调 2600 元/吨），直销市场挂牌价 19600 元/吨（环比上调 2600 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 19800 元/吨（环比上调 1800 元/吨）。近日，聚氨酯产业链稳中上行，其中环氧丙烷价格已刷新 2011 年高点，继续向 2008 年更高点冲击。本周环氧丙烷继续保持大幅度向上，毛利进一步丰厚至 7500 元/吨以上。得益于需求端的复苏，聚氨酯产业链整体价格还有望进一步上涨。受益标的：万华化学。

钛白粉：据隆众资讯，9 月 24 日，有钛白粉厂家再发涨价函，或将再次引领新一轮涨价。主要原因是本周大企业检修，钛白粉市场开工率偏低，市场供应减少；其次是原料钛矿价格再次上行，幅度在 100-150 元/吨，钛白粉生产成本进一步增加；本周受攀枝花暴雨影响道路运输，攀枝花地区汽运也受到较大影响。多重利多因素叠加，钛白粉价格有望继续上行。受益标的：龙蟒佰利。

三、投资建议

化工行业景气底部，重点关注行业龙头公司。全球经济放缓叠加新冠疫情影响，当前化工产品价格处于历史底部。化工行业龙头企业历经多年竞争和扩张，成本优势日益显著，即使在行业不景气的情况下依旧具有较强的盈利能力，建议重点关注：万华化学、华鲁恒升。农药产品格局分化，龙头企业强者恒强，建议重点关注：扬农化工、利尔化学、利民股份。维生素主流厂家检修导致供应偏紧，维生素价格持续上行，建议重点关注：新和成。氨纶行业有望迎来底部反转，建议重点关注：华峰氨纶、泰和新材。代糖市场空间广阔，看好新型甜味剂的发展前景，建议重点关注：金禾实业。基建地产复苏明显，有望带动上游需求持续增长，建议重点关注：山东赫达、龙蟒佰利、苏博特。此外，建议关注有望受益于萤石行业整合的龙头企业金石资源，业绩稳健的表面活性剂优质标的皇马科技。

新材料：下游需求推动产业升级和革新，行业迈入高速发展期。随着高新技术不断突破，下游需求逐步向高标准、高性能材料迁移，推动高端制造升级的同时，有望带动产业快速发展。随着国六稳步推进，尾气后处理市场将大幅受益，建议重点关注：国瓷材料、奥福环保、万润股份。随着成品油销售政策逐步宽松，国内民营加油站市场迎来发展新契机，建议重点关注：和顺石油。电子化学品方面，下游晶圆厂不断落成，芯片产能进一步放量，建议关注：雅克科技、安集科技、华特气体。高分子材料方面，建议关注：抗老助剂优质标的利安隆。

四、风险提示

疫情发展超预期；油价大幅波动；需求不及预期。

- **个股观点**

【民生食饮】克明面业（002661）员工持股计划草案点评：激励力度较高，考核目标以中长期利润增长为导向

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513）

一、事件概述

9 月 29 日，公司发布 2020 年第一期员工持股计划草案，拟对不超过 20 位核心员工授予 492 万股公司股份，涉及金额约 2955 万元。

二、分析与判断

受让价格激励作用较高，充分绑定核心管理层

此次激励计划拟对不超过 20 位核心员工授予公司股份 492 万股，资金由参与员工自筹解决，筹资上限约 2955 万元。计划涉及股票全部来自于公司回购专用账户内已回购股票，约占公司当前总股本的 1.47%，无需在二级市场中另行回购股份。本计划受让股票价格为 6.00 元/股，为 2019 年 8 月 16 日至 2020 年 7 月 29

日公司回购股份均价 11.99 元的 50%。以公司 9 月 29 日收盘最新股价 20.36 元计算，若此次激励计划覆盖人员获授予股份全部得以行权，获利空间约为 239%，激励力度较高。

此次激励计划，总经理陈宏认购比例为 38.18%；三位副总经理中张晓/杨波/张军辉认购比例分别为 18.28%/8.12%/4.06%，其中杨波、张军辉目前未持有公司股份；16 位中层管理人员及其他员工合计认购比例为 31.36%。本计划对中高层管理人员覆盖面较广，特别对未持有公司股票的管理人员绑定力度较大。

锁定期较长，考核指标以利润为导向

此次激励计划存续期为 48 个月，自股票过户至员工持股计划之日起锁定期为 12 个月。考核期为 2020~2022 年，并将根据年度考核结果分三批将股份归属至各持有人，各批次归属比例为 40%/30%/ 30%。计算公式为：持有人实际可归属权益=持有人计划归属权益（年度归属比例）×公司业绩考核归属比例×个人绩效考核系数。

以 2019 年为基数，激励股份 100%执行的要求为：20 年净利润增速不低于+38%、20~21 年累计不低于+190%、20~22 年累计不低于+350%；折合 20 年净利润 2.85 亿元、20~21 年累计净利润 5.99 亿元、20~22 年累计净利润 9.30 亿元。分拆至各年则 20~22 年需分别完成净利润 2.85/3.15/3.30 亿元，同比增速分别为+38%/+10%/+5%。

按照公司披露，若持股计划股份全额认购完毕，上市公司费用摊薄情况为：2020-2023 年分别为 319.69 万元、1721.43 万元、663.98 万元、245.92 万元。

考虑到前期公司发布三季度业绩预告，今年前三季度预计实现归母净利润 2.59~2.72 亿元，同比+95%~+105%，预计今年顶格完成解锁条件的难度不大。此后两年利润增速要求不高，分别仅为+10%/+5%。

疫情助推今年业绩，品牌推广及渠道建设加强，基本面持续向好

20H1 疫情因素推动下游需求旺盛，公司凭借强大的品牌力和完善的 KA 销售渠道布局保证了收入端高增；通过调整产品结构提升高毛利产品占比，同时降低促销力度，保证利润端高增。根据业绩预告，今年前三季度实现归母净利润 2.59~2.72 亿元，同比+95%~+105%，全年业绩高增态势已定。品牌推广方面，公司形成以电视媒体覆盖传统家庭消费人群、以网络热剧覆盖年轻消费者、以高铁、户外广告覆盖高端商务人士的多层次品牌推广策略，同时启动短视频运营项目，聘请刘涛担任新的品牌代言人，持续提升品牌层次和品牌曝光度。渠道建设方面，公司围绕新品开发、渠道建设、终端建设、品牌传播等维度打出组合拳，有效促进了主要产品的销售增长。20H1 主业产品营收同比增长超 25%；非油炸方便面产品营收同比增长超 80%。

三、盈利预测与投资建议

预计 2020-2022 年收入 37.66/42.97/48.17 亿元，同比+24.1%/+14.1%/+12.1%。归属上市公司净利润 3.57/3.69/4.17 亿元，同比+72.6%/+3.5%/+12.9%，折合 EPS 为 1.09/1.12/1.27 元，对应 PE 分别为 19/18/16 倍。公司目前估值低于其他食品行业对应 2020 年业绩的 31 倍估值（算数平均法，剔除异常值），公司全年业绩高增长的确定性较高，未来利润增速可期，维持“推荐”评级。

四、风险提示

米面产品市场接受度下降，财务费用失控，食品安全问题等。

- **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。