民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 09 月 29 日

客户观点反馈

近期受海外疫情的影响，全球资本市场波动加大。国内受益于良好的疫情管控措施以及较强的防护意识，经济活动仍在有序恢复，预计当前经济复苏势头仍将延续。考虑到经济逐步复苏以及货币政策回归常态宽松，债市上短期可能难以看到系统性的机会，整体仍需控制组合超配幅度。股市上关注受益于经济复苏的可选消费、周期成长两条主线。

总量观点

【民生宏观】工业利润继续修复——1-8月工业企业利润点评

（解运亮，分析师 S0100519040001，(010)85127665）

8月工业企业利润增速继续回升

1—8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额37166.5亿元，同比下降4.4%，降幅比1—7月份收窄3.7个百分点。8月份，规模以上工业企业实现利润总额6128.1亿元，同比增长19.1%，增速比7月份回落0.5个百分点。可以看出，工业利润快速反弹的原因在于工业增加值、PPI、工业企业营收利润率均明显改善的共同结果，反映出当前我国经济快速修复的态势。以此来看，当前我国工业生产已恢复至去年同期水平。

海外疫情对经济修复有一定影响

9月以来，欧美疫情再次反弹，根据医学专家预测，随着气候变冷，秋冬季疫情有可能二次爆发。这意味着海外可能再次出台一些经济封锁政策，影响全球经济复苏节奏。对国内来说，尽管目前疫情可控，但如果海外经济修复受阻，中国工业修复也会受到拖累。

房地产融资新政对工业生产有一定影响

1—8月份，房地产开发企业到位资金117092亿元，同比增长3.0%，增速比1—7月份提高2.2个百分点。其中，国内贷款18016亿元，增长4.0%；自筹资金37320亿元，增长3.6%；定金及预收款38837亿元，增长1.2%；个人按揭贷款18957亿元，增长8.6%。在房企融资政策收紧后，反而可能会倒逼其加快销售回款的速度，用销售回款来弥补融资端的不足。短期内房地产未必会拖累工业生产。

未来展望：上游行业工业利润有望进一步修复

当前来看，尽管房地产融资有所收紧，但出于抢预售的需求，房地产开工依然有望保持较高水平。在二三季度专项债大量发行的背景下，四季度财政资金充裕，基建有望发力。对于制造业而言，民企固定资产投资保持高增长，拉动制造业走强。这些都决定工业利润有望持续修复，特别是上游行业工业利润，由于之前基数较低，未来预计会持续反弹。

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。

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】房地继续呈背离态势——高频数据观察

【民生策略】下跌时多展望正面，市场已运行至区间下沿

个股观点

【民生建材】坤彩科技（603826）：萃取法钛白放量在即，打开新的成长空间

（杨侃，分析师 S0100516120001，(0755)22662010）

本文将从以下角度评估坤彩科技未来盈利能力

（1）珠光材料行业进入壁垒较高，领先企业具有垄断优势。

（2）公司采取萃取法制钛白，利润空间提高。

（3）本文测算了 50 万吨萃取法钛白项目和 20 万吨二氯氧钛项目盈利能力。

行业逻辑

珠光材料行业壁垒高，国内 CR3 企业市占率达 43%。知名珠光材料采购商通常对生产商技术要求高、认证周期长（5-8 年），导致该行业集中程度较高，国内以坤彩科技为首的 CR3 企业市占率达 43%，坤彩科技市占率约 25%。

2020 年国内珠光材料市场空间 32 亿元，过去 5 年复合增速 15%。2018 年国内珠光材料市场规模 24 亿元，2014-2018 年国内市场规模的年复合增长率为 15%。若以此测算，则 2019 年国内珠光材料市场规模为 28 亿元，2020 年可到达 32 亿元。珠光材料下游行业中，化妆品市场增速最快。珠光材料广泛应用于涂料（40%）、化妆品（15%）、汽车（10%）等领域。2010-2019 年化妆品市场年复合增长率为 14%，为下游增速最快的应用领域。汽车领域，2020-2022 年全球汽车级珠光材料市场空间可达到 21 亿元、22 亿元和 24 亿元。

公司逻辑

公司萃取法钛白技术具有明显成本优势。传统的钛白粉生产技术主要有硫酸法钛白技术和氯化法钛白技术。前者有工艺及设备相对简单，但工艺能耗大，污染严重；氯化法钛白技术工艺及设备复杂，原料要求高。而新技术萃取法钛白粉生产技术是第三代技术，兼备前两代技术优点，且产品综合性能更高。

产能扩张公司盈利能力上行。公司自主研发的全球首套萃取法工艺建设的第一条 10 万吨/年钛白粉项目预计在 2020 年 10 月投产，远期公司将形成 50 万吨/年钛白粉和氧化铁生产能力。**我们测算，50 万吨萃取法钛白项目可获毛利 47 亿元。**

盈利预测及投资建议

基于对公司核心业务的分析，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.55、1.27 和 1.96 元，以 2020 年 9 月 25 日的收盘价测算，对应 PE 分别为 59.2 倍，25.7 倍，16.7 倍。公司未来三年业绩保持高增速，PEG<1，给予“推荐”评级。

风险提示

原材料价格提高风险、贸易摩擦风险、产能投产进度慢于公司计划风险。

【民生传媒】芒果超媒（300413）：定增拟募资金45亿，芒果传媒拟转让总股本5.3%引入战略股东

（刘欣，分析师 S0100519030001，(010)85127513）

事件概述

公司 9 月 27 日发布公告，公司拟向特定对象发行股票募资不超过 45 亿元人民币，主要用于内容资源库的扩建（共计 40 亿元，采买 S 级影视剧+自制 A 级影视剧+自制 S 级综艺节目）和智慧视听媒体服务平台建设（共计 5 亿元）。同时，公司控股股东芒果超媒拟转让约 0.94 亿股股票，占公司总股本 5.26%，用于为公司未来发展引入重要战略资源。

分析与判断

拟定增募集 45 亿资金用于版权采买和系统建设，为平台成长奠定资金基础

此次定增预计募集资金不超过 45 亿元人民币，主要用于内容资源库扩建（40 亿元）和芒果 TV 智慧视听媒体服务平台建设（5 亿元）。其中，内容资源库扩建项目拟采购 6 部 S 级影视剧的网络独家版权（10.92 亿，单部平均投资 1.8 亿），自制（含定制）11 部 A 级影视剧版权（6.5 亿，单部平均投资 0.6 亿）、自制 18 部 S 级综艺节目版权（22.7 亿，单部平均投资 1.3 亿），项目建设期为 24 个月。公司预计内容资源库扩建项目总贡献营收 51.5 亿，净利润 2.86 亿（净利率~5.5%）。芒果 TV 智慧视听媒体服务平台建设项目总投资金额 5.8 亿，该项目主要目的为提升未来在超高清视频、交互视频、可重复消费视频等的整体平台级解决方案，加速芒果 TV 在资源、技术、服务、业务、流程方面的融合，为实现芒果 TV 融合战略提供坚实的平台基础。

截至 2020 年半年报，公司账面仍有货币资金 49.4 亿元，账面现金充足，此次定增募资主要用于内容版权采买（影视版权投入为长视频平台最大资金投入项，公司 2019 年影视版权花费共计 56.4 亿元，2020 年上半年共计 22.3 亿元，预计全年 70~80 亿元）。

控股股东拟转让 0.94 亿股股票引入战略股东

本次协议转让的转让方为公司控股股东芒果传媒（占公司总股本 64.2%），拟转让 0.94 亿股股票，占公司总股本 5.26%。我们认为此次股权转让主要目的为公司未来发展引入重要战略资源，通过资本合作方式推动业务协同。

投资建议

我们认为此次募资将进一步补充公司现金资产，为公司未来通过采买和自制版权提高平台用户规模，实现用户“破圈”奠定充足的资金基础；而此次控股股东股权转让将为芒果未来发展引入重要战略股东，预计长期将为平台发展引入重要战略资源。我们按分部估值法给予平台估值，预测芒果 TV 平台（广告+会员+版权分销）2020~2021 年营收分别为 78 亿/104 亿，其中版权分销业务占比已下降至不足 10%，给予芒果 2021 年 10XPS 估值（参考奈飞和哔哩哔哩 PS 估值，但芒果相比奈飞有高成长性）；预计运营商业务 20~21 年营收分别为 17.2 亿/22.4 亿，根据可比公司新媒股份的利润率（40%~50%左右）和 2021E 估值情况（~30X），我们保守估计芒果超媒的运营商业务 20 年利润率 40%，同时给予 2021 年 30X 估值（芒果 TV 相比新媒股份有自制内容）；对于芒果互娱/天娱传媒/芒果娱乐/芒果影视四家公司，对应 2020 年的对赌业绩 2 亿，参考影视制作公司的平均估值水平（20~25X），给予四家公司 2020 年 25XPE 估值；我们认为芒果超媒长期发展空间广阔，给予芒果超媒“推荐”评级。

风险提示

广告招商不及预期；剧集综艺内容上线节奏不及预期。

【民生食品】金龙鱼（300999）：产能持续扩张，渠道力+品牌力强化龙头地位

（于杰，分析师 S0100519010004，(010)85127513）

深耕三十余年，成就粮油行业龙头地位

经过 30 余年发展，金龙鱼已成为知名的粮油行业龙头企业，2019 年公司营收 1707 亿，规模领先行业。公司主要业务包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品，其中厨房食品营收贡献最大，占比达 63.7%，其中食用油营收占比最高，达 47.8%。品牌方面，公司成功打造出“金龙鱼”这一知名品牌，并形成丰富的品牌矩阵，具备较强的产品力。

粮油行业需求刚性，集中度提升是必然趋势

我国粮油消费规模巨大且基本不存在周期属性，需求相对稳定。食用油消费量近年来稳步增长，未来仍将保持平稳向上增长；在消费升级趋势的带动下，食用油

市场包装化产品比例会逐步提升，同时市场份额向行业龙头集中。大米的“主食”需求近年来小幅下降，但长期趋稳；行业目前集中度较低，公司在包装大米的现代渠道市场份额第一。我国面粉产量、消费量保持稳定，专用面粉发展迅速，成为行业发展热点；当前公司在包装面粉的现代渠道市场份额领先。

规模优势扩大，渠道建设完善进一步加深公司护城河

原材料：公司实现全球化采购，建立了稳定的供应渠道；产能：公司产能领先行业，本次募投落地后规模优势将继续扩大；渠道：公司建立了完善的直销+经销模式，实现零售、餐饮、工业渠道全覆盖，经销商数量稳步提升；同行业公司对比：公司营收、归母净利润规模领先同业，销售费用率和管理费用率处于较低水平，体现出优秀的公司治理能力。

募投项目意在扩充产能，缓解销售高峰期压力

本次募投项目主要目的是强化主业、扩充产能，募集项目达产后将有效缓解公司销售高峰期产能不足的问题。具体看，7 个厨房食品综合项目新增产能为：压榨/精炼/中小包装产能 182/116/141 万吨/年；水稻/小麦/面粉加工产能 65.4/100/190 万吨/年；大豆膨化/花生制品/芝麻制品产能 6.6/6.7/2.46 万吨/年。6 个食用油项目新增产能为：压榨/精炼/中小包装/大豆膨化产能 467/111/56/37 万吨/年。4 个面粉项目新增产能为：小麦/面粉加工产能 213/45 万吨/年。2 个厨房食品其他项目新增产能为：玉米/小麦加工产能 100/25 万吨/年。

盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 1894/2176/2481 亿元，同比+11.0%/+14.9%/+14.0%；实现归属上市公司净利润 70.03/80.94/93.04 亿元，同比+29.5%/+15.6%/+14.9%。本次公开发行后总股本为 54.216 亿股，对应 20-22 年摊薄 EPS 为 1.29/1.49/1.72 元。此次发行价为 25.70 元/股，对应 PE 分别为 19.9X/17.2X/15.0X。此次发行价格对应估值水平大幅低于中信调味品板块及其他食品板块目前平均 66X 和 37X 的 PE 水平（对应 2020 年业绩，Wind 一致预期，算数平均法）。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

原材料价格异常波动，存货跌价风险，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。