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 28 日

客户观点反馈

短期来看，A股市场受到全球资本市场拖累，走势依然较为疲弱，但中长期看，随着四季度我国经济面继续回升，以及新基金发行注入增量资金，A股市场会有不俗表现。在节前，可以关注前期已调整的消费龙头；医药股也会有所表现，可以布局四季度可能出现的反弹行情；科技股方面要考虑美股科技股波动带来的风险。

总量观点

【民生策略】下跌时多展望正面，市场已运行至区间下沿

（杨柳，分析师 S0100517050002，(010)85127730）

策略观点：下跌时候多展望正面，市场已运行至区间下沿

经济复苏和流动性较缓收紧仍是支撑资产价格的关键因素。国内方面，九月份经济大概率仍将不错，中观上，地产和基建产业链主要化工品大部分处于去库状态，华东地区水泥价格上行，制造业里空调排产同比环比改善明显，汽车经销商库存系数同比环比双下降；服务业从PMI数据来看也正在成为经济的复苏动能之一。流动性方面，资金端央行投放加大，信用端增速持续高位并未出现明显收紧迹象。

欧美二次疫情、美股下跌风险、中美科技摩擦等风险因素对A股影响已经弱化，市场情绪接近区间下沿。首先对于疫情问题，已经不是影响市场的核心变量，疫苗的出现只是时间问题而非会不会的问题，目前候选疫苗已经有望在四季度公布三阶段结果。美股风险则更多是流动性预期落空，而基本面不确定性仍存的问题，但国内货币政策早于海外开始正常化，A股7月以来的调整已经充分反映流动性收紧的预期。最后，A股半导体和消费电子板块前期回调已经非常充分，估值也早已回到合理区间，这证明市场对于潜在的中美科技摩擦也已经充分计价。

对外资流出也不用悲观，微观证据表明当前外资并非系统性流出，更可能是配置结构性调整。总量上的净流出更多是因为短线资金风险偏好变化导致的波动。

宏观流动性：资金端维持紧平衡，信用环境整体仍偏宽松

资金端，本周同业存单利率维持在3%附近，信用端，信用债发行继续放量，政府债融资增速维持高增。

通胀方面，有色系有所趋弱，可能反映国际基本面复苏受阻，黑色系仍然上行。猪肉价格同比延续下行趋势。

市场情绪：市场情绪再度回落

整体上通过全A融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪继上周明显反弹后再度回落。

主要投资者配置变化：机构资金明显流出，新能源和顺周期板块相对占优

本周公募基金明显加仓至电新、消费者服务、有色和化工，北向资金切换至动力电池、IDC和汽车零部件。杠杆资金未见明显主线。

新发基金和产业资本：本周新发4只科创板ETF基金，下周新股发行将迎来大额

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

【民生有色】板块短期震荡，关注新能源和黄金配置

【民生计算机】赋能金融+融合 B 端，看好蚂蚁 Fintech 生态发展

【民生金工】指数缩量下跌，短期观点谨慎

申购

本周共新发18只基金，其中有4只科创板ETF基金，下周新股发行中金龙鱼将迎来申购，金额较大。

风险提示：

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

【民生宏观】连续开展14天逆回购的起因和影响

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

近期央行大规模开展14天逆回购，资金较为宽松

8月超储率大约在1.0%-1.1%左右，处于历史较低位置。9月下半月以来，央行多次开展14天逆回购操作，截至9月25日累计投放了5600亿元。与往年对比，今年9月下半月央行通过14天逆回购投放的数量和频率明显较高。反映银行间流动性的DR001和DR007中枢值均有所下降，资金面较为宽松。需关注节后央行如何对冲到期流动性。

M2和社融增速剪刀差是国债利率领先指标，预计四季度二者剪刀差收窄

M2反映银行体系资金供给，社融反映实体经济资金需求，二者增速剪刀差与利率走势方向一致。四季度来看，随着国债发行缩量，且房地产融资有所收紧，社融增速将回落至13%以下，全年净增32万亿元左右。另一方面，随着金融去杠杆边际弱化，非银贷款继续压缩空间有限，且四季度财政开支力度有望上升，M2增速继续大幅回落的可能性有限。

欧美疫情再度反弹，或再度对债市产生影响

9月以来，可以看到欧美疫情有反弹趋势，欧洲日均新增确诊病例从2万例反弹至6万例，美国从3万例反弹至5万例。根据医学专家预测，随着气候转凉秋冬季北半球可能迎来第二波疫情，欧美有再度封锁经济的可能，这会对全球经济复苏进程造成冲击。

风险提示：

欧美疫情二次爆发、金融去杠杆深化、疫苗提前问世等。

● 行业观点

【民生军工】实兵实战演练常态化，武器装备需求显著提升

（王一川，分析师 S0100518020001，(010)85127513）

我们仍然看好军工行业投资价值，后续行业景气度有望持续提升，建议关注航空以及导弹产业链相关个股。①行业基本面。短期，疫情影响消除，军工核心资产Q2 订单环比大幅提升，全年业绩有望稳定增长。中期，新型主战装备批产提速、实弹训练以及地缘政治影响有望提升军队采购量，“十四五”期间军队采购需求将显著提升。长期，武器装备存量仍然偏低，新型装备占比较小，未来军费投入有望提升。②板块估值。中证军工指数估值处于历史中枢位置，后续仍有提升空间；军工核心资产估值处于十年中枢偏下位置，仍然相对较低。③基金持仓比例。基金重仓持股比例自 2019Q3 以来持续下降，和 15 年高点持仓相比，提升空间大。

建议关注：

①受益于主战装备进入批量生产阶段的核心主机厂：中航沈飞、中直股份、内蒙一机、中航飞机；②保持稳定增长的军工上游电子元器件厂商：航天电器、鸿远电子、中航光电、火炬电子；③国防信息化核心标的：景嘉微、七一二、睿创微纳；④业绩实现快速增长的材料领域厂商：中航高科、光威复材、中简科技；⑤受益于国企改革带来的资产注入预期提升的标的：四创电子；⑥太空互联网迎来

发展机遇：中国卫通、中国卫星。

风险提示：

武器装备列装低于预期；科研院所改革不达预期。

● 个股观点

【民生食饮】良品铺子（603719）：全渠道扩张，定位高端实现差异化竞争

（于杰，分析师 S0100519010004，(010)85127513）

受益市场规模稳定增长、集中度提升，定位高端差异化竞争

2012-2018 年间我国休闲食品零售市场规模复合增长率达 12.3%，但人均消费额仍然远低于世界发达国家消费水平，预计 2020 年将达到 12984 亿元规模。CR10 仅为 30%，远低于英美成熟市场超过 60%的市占率。行业发展由“深”到“精”，高端化或成趋势。公司与三只松鼠并列第一梯队，收入较第二梯队的约有 10 亿左右差距。逐年降低传统零食收入占比，实现五大品类均衡发展。公司对供应商的筛选和管理以及产品供应实施全流程严格管控，以保证高品质、打造“高端零食”，差异化竞争打破同质低价困局。

全渠道销售网络建设，具有先发优势

未来休闲食品线下仍将为主导渠道，线上继续快增长且占比提升。蓝海竞争中，公司在全渠道布局方面具备先发优势，起步做线下零售连锁，2011 年正式试水电商，2014 年开始进行全渠道建设，2015 年起加大力度拓展加盟业务，早于竞品完善线上+线下的全渠道销售网络建设。本次募投项目将继续完善渠道、扩大销售区域、提高市占率。

经营效率持续提升、规模效应逐步释放，利润率水平有望持续提升

一方面公司持续拓展线上及加盟渠道，二者毛利率相对较低拉低整体毛利率水平。但分渠道拆开来看，公司各渠道毛利率与可比公司相近。另一方面，公司以“敏捷高效的供应链物流能力”上榜工信部制造业与互联网融合发展试点示范项目，是供应链管控与服务方面唯一上榜的食品企业，供应链效率高，有效降低采购及运营成本，在业内具有标杆意义。目前良品铺子“高端零食”的品牌形象已经树立，线上与线下齐头并进的格局已经形成，后期继续提高经营效率、规模效应逐步释放，叠加品牌溢价，毛利率将稳步提升、管理费用率将有望下降，净利率水平有望持续提升。

投资建议

预计公司 2020-2022 年实现收入 85.87/104.54/124.78 亿元，同比 +11.3%/+21.7%/+19.4%；实现归母净利润为 3.68/4.68/6.01 亿元，同比 +8.1%/+27.3%/+28.3，对应 EPS 为 0.92/1.17/1.50 元，对应 PE 为 68X/53X/42X。我们看好公司线下渠道经营活动恢复所带来的收入修复以及线上渠道的持续增长，结合公司持续推进品牌高端化所带来的利润增长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

行业竞争加剧、食品质量安全问题、原材料价格波动风险。

● 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。