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 25 日

客户观点反馈

客户认为板块之间的估值分化严重，后续市场风格可能会略微均衡，但尚看不到风格大幅度切换的机会，高质量的成长股仍是市场关注的焦点。短期而言，资金面调整的影响占主导，整体回调幅度或不会很大。对后市并不悲观，市场短期调整有利于风险释放。长期看好新经济方向：5G 产业链有较大发展，包括通信、电子、传媒、计算机等；新能源行业中看好光伏和新能源汽车；看好医药，其中创新药产业链有着较好机会。

总量观点

【民生策略】量化选股系列报告之四：工匠精神之资产负债表重构

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，18761658761）

深入理解财报是基本面量化的根基

基本面分析与量化投资的结合日趋紧密，简单粗暴的对财务指标进行批量测试已经无法满足基本面量化投资者的需求，用科学的量化方法去挖掘和复制优秀分析师对财报信息的解读将是基本面量化的发展方向。本文基于该核心观点，先对资产负债表抽丝剥茧，指出其不足之处，然后重新整合，构造资产资本表作为传统报表的补充。

传统资产负债表存在改进空间

传统的资产负债表按照流动性划分资产，按照偿还期限划分负债——这样的划分方式存在一些缺陷：

（1）流动性评判主观：存货、应收账款等科目的变现能力存在主观因素。

（2）企业活动与划分方式无法对应：营运负债是企业经营活动，有息负债来自于企业筹资活动，流动性划分负债无法将其与企业活动对应。

（3）报表勾稽关系不明晰：非专业财务人员很难深入理解报表间钩稽关系。

（4）财务指标容易失真：基于传统报表构造的财务指标有时很难准确表达投资者想要传递的信息。

因此，我们认为传统资产负债表存在改进空间，将构造更利于投资者分析的财务报表将提供增量信息。

解构资产负债表——资产资本表的生成

财务报表的作用是描述一个企业的经济活动，企业从事的经济活动可以概括为三大类：经营活动、投资活动和融资活动。不同于传统资产负债表的分类方式，我们基于企业的经济活动分类重新将资产重新划分：

（1）经营资产——经营活动

（2）长期股权投资——投资活动

（3）金融资产——融资活动

按照是否需要支付成本将负债重新划分为有息负债和营运负债。

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

【民生策略】中观行业观察：线下可选消费复苏，低价新能源车走俏下沉市场

【民生传媒】芒果超媒跟踪点评：湖南卫视举办 2021 年招商会，“季风计划”短剧模式引领行业生态

【民生机械】徐工机械（000425）事件点评：混改靴子落地，开启徐工新纪元

改进后的资产负债表满足资产资本恒等式。

回归投资实践——资产资本表带来增量信息

报表的梳理与重构最终要服务于投资实践，我们使用重构后的资产负债表对传统财务指标进行了重构，分别从资产结构、营运效率以及成长能力三个维度进行了测试。

营运效率和成长能力方面，与企业经营活动相关的经营资产相关指标能带来稳定收益，经营资产周转率变动指标夏普比率1.14；营运负债增长率指标平均胜率54.28%，夏普比率1.30。资产结构方面，重构的宽松有息负债在空头端有显著的负向收益，且效果要好于传统的计算方式。

风险提示：报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能。

● 个股观点

【民生电子】通富微电（002156）点评报告：跟随AMD持续快速增长

（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780）

一、事件概述

AMD 公司数据中心和嵌入式事业部高级副总裁兼总经理 Forrest Norrod 近期在德意志银行技术大会上透露，根据公司现有证书，华为禁令不会对 AMD 的业务产生重大影响。

二、分析与判断

AMD 持续快速增长，通富作为 AMD 第一大封测商显著受益

Forrest Norrod 透露关于新禁令下的许可证，AMD 会详细研究各种法规和政策，尽可能在美国商务部所要求的范围内和客户接触合作。当前，凭借“先进架构+先进工艺”构筑的领先优势，AMD CPU 产品的全球市占率已明显提升且有望持续提高，在服务器/台机/笔电的出货量份额从 19Q4 的 4.3%/15%/16%分别提升至 20Q2 的 5.5%/15%/19%，叠加行业出货量提升，通富微电作为 AMD 第一大封测厂商将显著受益，我们维持公司 AMD 业务 2020 年有望同增 40%-50%的预期不变。AMD 产品主要在通富的苏州和槟城工厂生产，2020 年上半年公司苏州厂实现营收 13.7 亿元，同增 33.8%，净利润 1.1 亿元，同增 121%；槟城厂实现营收 11.6 亿元，同增 33.6%，净利润 0.32 亿元，同增 247%。

Low-power DDR、DDP 封装技术取得突破，充分受益国产 DRAM 崛起

目前公司的 Low-power DDR、DDP 封装技术研发已取得突破，该技术对大尺寸超薄晶圆的封装全流程控制提出了更高的要求，有望在 2020 年底实现小批量验证。2019 年 9 月，合肥长鑫宣布其自主研发的 19nm 8Gb DDR4 存储芯片正式投产，标志着国产 DRAM 技术打破国外垄断，并已和世界主流产品同步。公司的合肥厂是合肥当地配套的封测厂，与长鑫同受合肥市政府支持，通富今年开始已为合肥长鑫大规模量产 DRAM 封测产品。公司与合肥长鑫多层次的深度合作，将显著受益国产 DRAM 崛起。

大手笔加码先进工艺+高端产品，构筑长期发展空间

公司此前公告拟定增 40 亿元投资苏通、崇川、超威苏州三大扩产项目，下游面向 5G 智能手机、汽车、 CPU（服务器、笔记本、台式机）应用领域，聚焦“先进工艺”+“高端产品”，打开未来成长空间。公司目前已是全球第五、大陆第二大封测厂，三个项目达产后每年预计贡献营收和利润总额分别约 30 亿元和 5 亿元，以公司 2020 年上半年营收和利润总额的 2 倍为基数，约占 32%和 210%，将持续提供公司未来的高成长动力。

三、投资建议

我们预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.37/0.60/0.81 元，对应 PE 为 63/38/28 倍，参考可比公司平均 66 倍 P/E 估值，考虑到大客户 AMD 销量提升以及封测行业景气度回升将使公司显著受益，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情持续发酵的风险、AMD 发展和国内客户发展可能不及预期的风险。

【民生有色】雅化集团（002497）点评报告：产能逐步释放，有望加速切入海外供应链

（方驭涛，分析师 S0100519070001，15021817583）

一、事件概述

公司于 9 月 18 日更新非公开发行股票申请反馈意见回复，详细说明了商誉减值、存货减值准备具体项目，募投项目的收入预测、成本拆分。

二、分析与判断

募投项目建成投产后净利润 2.8 亿元

本次募投项目建设周期 24 个月，将新增电池级氢氧化锂产能 2 万吨/年、氯化锂产能 1 万吨/年、金属锂产能 1000 吨/年。建成达产后，将实现年不含税销售收入 18.83 亿元，年净利润 2.80 亿元，综合毛利率为 23.03%，净利率 15.3%。

订单充裕，积极拓展下游新客户

公司目前已签订的锂产品销售合同超 4 万吨。同时公司还与国内多家正极厂商，韩国、日本动力电池厂商针对长期合作展开了洽谈。后续，公司将积极进行客户拓展，争取早日签署合作协议。另外，公司还在积极打通终端客户，目前正与部分车企进行合作商谈，力争 2020 年底或 2021 年初进入部分车企供应链。

高价库存影响逐步消除，锂精矿采购方式获优化

2019 年，公司在锂业务上计提存货减值准备 2.08 亿元，其中锂精矿计提 1.7 亿元，锂精矿存货数量 7.06 万吨，平均单价 2500 元/吨。足额计提存货跌价准备后，前期高价库存对业绩的负面影响逐步消除。同时，7 月 1 日，子公司雅化国际与银河锂业对原销售合同部分条款进行了变更，约定 2020 年下半年及后续初始期限合同年度价格将在每批预计发货日期前确定，避免了原协议中一年一锁业务模式所带来的风险。

三、投资建议

锂：未来 2 年内氢氧化锂依然处于供需紧平衡，对碳酸锂的溢价有望维持。一线产能暂时无法满足需求，看好二线梯队进入海外供应商体系。公司新建 2 万吨电池级氢氧化锂投产后，公司锂盐产能已达 3.8 万吨，看好公司后续加速进入海外锂电供应商体系。民爆：川藏铁路的建设有望拉动炸药和爆破业务稳定增长。预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.31/0.44/0.57 元，对应 PE 分别为 31/22/17 倍，与同业上市公司赣锋锂业（2020PE 为 112）、威华股份（2020PE 为 197）相比较低，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：项目进展不及预期；新能源汽车销售不及预期。

● 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。