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 01 日

客户观点反馈

市场短期震荡整固，但盈利复苏支撑下仍有上行条件。国内经济延续弱复苏，上半年宽松政策的累积效应有望继续体现，基于投资回暖何海外复苏，继续看好基建产业链，包括建材、有色、化工、机械等，以及受益于出口的化纤、交运、家电板块等

总量观点

【民生宏观】需求逐渐追上生产，是经济良性复苏的重要特征（解运亮，分析师：S0100519040001，18911895931）

8月PMI超预期回落，主因是生产有所回落。不过，需求改善的意义可能更加重要。

产需进一步平衡，内外需求双双改善。虽然8月PMI生产有所下滑，但仍旧处于近年来的高位。高频指标显示工业生产并不差。需求改善是最大亮点。新订单指数连续4个月上升，产需缺口进一步缩小；外需回升斜率放缓，但仍有两大因素支撑：双循环兼顾海外市场，稳外贸政策尚未到退出时候；海外经济复苏势头仍在，出口重心将从防疫物资逐渐转向低库存商品。需求改善是经济持续复苏的重要特征。

出厂价格涨幅年内首次超过购进价格，企业信心向好。除了需求向好以外，前期原材料价格涨幅较高，通过成本推动出厂价格上升，但出厂价格涨幅一直相对较低。8月出厂价格涨幅年内首次超过原材料购进价格，有利于企业利润改善。需求向好和价差改善带动企业经营预期回升，同时体现在用工需求回升上。

小型企业PMI显著走弱，成为隐忧。近三个月来，财政支出政策似乎出现不对称作用，小型企业PMI连续下滑，8月降幅进一步走扩，与中大型企业出现显著分化。考虑到小型企业直接融资的难度更高，后续货币和财政政策的靶向性作用可能将更加突出。

需求改善势头仍在，关注疫苗可能引发连锁反应。虽然8月PMI指标超预期回落，需求改善势头仍在。海外政策相继出现变化，重点将逐渐转向解决需求不足的问题。中国和美国对于基建带动经济回升的决心均较为强烈，需求仍有支撑。美联储"平均通胀率目标"的目的是通过容许通胀高位运行来弥补前期通胀疲软的潜在经济损失。中美利差处于高位，提升人民币资产吸引力。疫苗从无到有可能引发投资风格快速转变。而且，信心提升可能会较为显著。

风险提示：全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。

个股观点

【民生石化】恒逸石化（000703）2020年半年报点评报告：长丝毛利率提升、文

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

【民生机械】建设机械 2020 年中报点评：Q2 业绩回暖，看好未来长期发展

【民生传媒】三七互娱（002555.SZ）2020 半年报业绩点评：20H1 业绩超预期，看好未来全球化+多元化+精品化布局

【民生电新】金风科技(002202)2020 中报点评：风机销量快速增长，下半年抢装值得期待

莱项目投产，净利增49%。（杨侃，分析师：S0100516120001，18611567286）

公司2020年8月29日发布2020年半年报，2020年营收394亿元，同比下降6%，归母净利19亿元，同比增长49%，归母扣非净利18亿，同比增长64%。

一、长丝毛利率提升及文莱项目投产，净利同比增长49%。

公司2020年8月29日发布2020年半年报，2020年营收394亿元，同比下降6%，归母净利19亿元，同比增长49%，归母扣非净利18亿，同比增长64%。文莱项目炼油产品、化工产品销售收入分别为90.46亿元、15.42亿元，与去年同期相比毛利增量贡献达12亿。由于中文两国高度支持，该享受最长24年税收优惠等政策支持。公司上下游均衡一体化发展的战略以及高端差异化产品在应对行业周期波动的过程中表现了良好的竞争优势，报告期聚酯纤维毛利率12.72%，较去年显著提升3.65个百分点。

二、产业链一体化优势和规模优势打造公司牢固护城河。

公司是全球领先的炼化化纤一体化企业，原油加工能力800万吨/年，已披露拟新增1400万吨/年；参控股PTA产能1350万吨/年，已投拟新增600万吨/年； CPL产能40万吨/年；聚酯纤维产能635万吨/年；聚酯瓶片产能150万吨/年，已投拟新增50万吨/年。产业链一体化优势：公司一体化产业链上、中、下游原料自给自足，增强抵御经营波动风险的能力。文莱炼化二期项目建成投产后，将新增“乙烯-丙烯-聚丙烯”产业链，有利于提升文莱炼化一体化项目集约化、规模化和一体化水平。规模优势：公司参控股PTA产能占2019年全国有效产能的28%，参控股聚酯产能占2019年全国聚酯有效产能13%。规模优势促进了生产装置运行及产品质量的稳定性、生产效率的提高，并极大地降低了单位投资成本及单位能耗，产品单位制造成本在同行业中具有显著优势；同时规模化采购让公司具备较强的议价能力，获得优势价格节省采购成本。

三、公司持续受益聚酯产业链集中度提升和产业链利润下移

据公司公告，国内PX产能占全球份额从2018年底的27.4%提升至2019年底的36.7%，预计2020年国内PX进口依存度将大幅降低。PTA在2020年将会有一轮集中的产能释放，预计新增产能1100万吨。2020年PTA的产量增速将超过聚酯，PTA将进入供应宽松格局。聚酯纤维自2017年开始产能增速即稳步下降，预计在2020年产量增速将滑落到5%左右。我们判断随着上游原材料供给宽松，产业链的利润将向下游聚酯转移。涤纶长丝从2011年至2019年行业集中度CR6占有率从32%提升至46%。未来行业内主要新增产能均来自于上市公司，公司等领企业未来将持续受益集中度提升。

四、文莱项目将成为新的业绩增长点

据公司公告，东南亚成品油市场缺口较大。东南亚炼油能力约3亿吨，成品油产能约1.8亿吨，产量约1.4亿吨，缺口约10700万吨。东南亚人口约6.41亿，成品油需求增长潜力大。随着文莱二期1400万吨/年的陆续投产，公司业绩有望快速增长。

投资建议：预计公司2020~2022年EPS分别为1.60元、1.94元、2.28元，对应PE分别为7.2倍、5.9倍、5.1倍。当前水泥行业可比公司平均估值为18倍，维持“推荐”评级。

风险提示：聚酯和PTA产品价格下滑；新产能投放速度放缓。

【民生电子】京东方A（000725）公司点评报告：Q2收入大幅改善，股权激励增强长期发展信心（王芳，分析师：S0100519090004，18916064780）

8月29日，京东方A发布2020年半年报：营收608.67亿元，同比+10.59%，归母净利润 11.35 亿元，同比-31.95%，扣非后归母净利润-1.76 亿元，同比

-127.07%；基本 EPS 为 0.026 元/股，同比-45.83%。

一、Q2 环比大幅改善，研发投入加大

1、20Q2 营收 349.87 亿元，同比+22.4%，环比+35.19%；20Q2 归母净利润 5.69 亿元，同比-7.77%，环比+0.37%，扣非归母净利润 3.26 亿元，同比+8.7%，环比扭亏；20Q2 毛利率 16.84%，同比+0.9pct，环比+2.5pct；20Q2 净利率为 0.68%，同比-0.3pct，环比+1.14pct。20H1 资产减值损失为 16.4 亿元（19H1 约 6 亿元），若剔除该影响，实际业绩更佳。2、20H1 研发投入 39 亿元，同比+0.8%，占营收比例 6.4%，新增专利申请 4876 件，重点瞄准 OLED、传感等领域。

二、液晶面板逆势增长，主流产品市占率持续稳

20H1 公司显示器件出货量同比+15%，出货面积同比+10%，LCD 智能手机、平板电脑、笔电、显示器、电视出货量和销售面积市占率全球第一，产品结构进一步优化：65 英寸以上大尺寸产品全球销量+50%，8K 超高清销量环比+15 倍，Oxide 笔电显示屏销量同比+10 倍，创新应用产品销量+60%。公司积极提高生产效率和工艺水平，北京 8.5 代 LCD 产线单品良率创新高，重庆 8.5 代 LCD 制造水平提升，合肥 10.5 代产线单月投入基板数创新高，盈利能力有望提升。物联网转型顺利，智慧物联、智慧医工收入和出货量稳步提升，行业地位进一步夯实。

三、受益面板供需格局改善，公司有望迎来业绩拐点

三星、LG 等日韩厂商将逐步淡出 LCD 市场，退出产能将占全球总产能约 24%。公司作为行业龙头，有望承接部分日韩退出的产能。行业集中度有望持续提升。随着海外需求复苏及下游厂商备货，需求持续复苏，电视面板价格自 6 月以来持续上涨，公司将持续受益。长期看，明年赛事、TV 尺寸提升将成为需求的重要来源，供需格局持续改善，中大尺寸面板进入新一轮景气周期。

四、拟回购股份用于股权激励，业绩考核要求高

1、公司拟回购股份不低于 2.5 亿股，不超过 3.5 亿股，占总股本的 0.72%-1.01%，回购价格不超过 7 元/股，回购资金为自有资金，规模不超过 20 亿元，回购股份用于股权激励计划。

2、本次股权激励计划合计不超过 9.81 亿股（6.4 亿期权+3.41 亿限制性股票），占总股本的 2.82%。公司拟向包括董监高、核心员工在内的 2974 名激励对象授予 6.399 亿股股票期权、3.41 亿股限制性股票，期权行权价为 5.43 元/股，限制性股票授予价格为 2.72 元/股。本次股权激励有效期 6 年，分 3 期行权或解锁（34%/33%/33%），第一个行权期业绩考核目标为：基于 19 年归母 ROE，20-22 年平均归母 ROE 不低于 2.38%，22 年毛利率不低于对标企业 75 分位值，22 年显示器件市占率第一，以 19 年 OLED 营收为基数，22 年 OLED 营收 CAGR 不低于 15%，以 19 年智慧系统营收为基数，22 年智慧系统营收 CAGR 不低于 20%，22 年创新业务专利保有量不低于 9000 件。

投资建议：考虑到面板进入新一轮景气周期，预计公司 2020～2022 年归母净利润分别为 34 亿元、71 亿元、82 亿元，对应 PE 分别为 55X/27X/23X。参考 SW 电子制造行业平均 PE 估值为 63.4 倍（TTM，算术平均），考虑到公司的行业龙头地位，首次评级，给予“推荐”评级。

风险提示：1、电视机等终端出货不及预期；2、日韩厂商液晶产线退出缓慢；3、海外需求复苏不及预期；4、汇率波动风险。

【民生化工】金禾实业(002597):业绩环比改善，食品添加剂有望持续发力（李骥，分析师：S0100519100001，15652790817）

8月27日，公司发布2020年中报，公司2020H1实现营业收入18.29亿元，同比下降7.53%，实现归母净利润3.57亿元，同比下降11.11%。其中2020Q2实现营业收

入9.72亿元，环比增长13.42%，实现归母净利润2.05亿元，环比增长34.87%。

一、Q2业绩环比改善，毛利率有所回升

2020H1公司大宗化学品营收5.74亿元，同比下降23.44%，板块占比31.40%，主要因为大宗化学品产销量及价格受疫情影响均出现下滑，据百川盈孚数据，2020H1三聚氰胺、甲醛和硫酸价格分别同比下降17.97%、24.38%和57.12%。单季度来看，Q2业绩环比明显改善，公司实现归母净利润2.05亿元，环比增长34.87%；毛利率31.98%，环比提升2.22pct，主要得益于三氯蔗糖等产品销量增长。

二、积极布局海内外市场，食品添加剂有望持续稳定发力

2020H1公司食品添加剂板块实现营收10.42亿元，同比增长7.76%，板块占比56.95%。国内市场方面，公司积极推动“爱乐甜”零售餐桌糖和糖浆业务的品牌建设，推出了1倍和6倍甜度的代糖，目前已与多个茶饮、商超、烘焙连锁企业开展对接；海外市场方面，公司甜味剂及香料产品通过了美国FDA现场检查，加大了食品添加剂的海外出口量，2020H1公司产品外销6.3亿元，占比34.47%，相较2019年提升9.44pct。

三、重点项目上马，静待新产能释放

公司5000吨三氯蔗糖项目的生产车间主体厂房基本完工，该项目总投资8.64亿元，投产后可实现收入10.27亿元。子公司金沃生物5000吨甲乙基麦芽酚项目的行政审批工作正在推进，该项目总投资5.71亿元，投产后可实现收入5.49亿元，净利润1.65亿元。同时，子公司金轩科技4500吨佳乐麝香溶液、5000吨2-甲基呋喃、3000吨2-甲基四氢呋喃、1000吨呋喃铵盐项目的部分主体工程已完成封顶，该项目总投资3.6亿元，投产后可实现收入10.88亿元。重点项目产能逐步释放将助力公司打开新的成长空间。

投资建议：预计公司2020-2022年每股收益1.51、1.94和2.27元，对应PE分别为23、18和16倍，参考SW其他化学制品板块当前平均37倍PE 水平，考虑公司重点项目投产在即，将显著增厚公司业绩，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：产品价格波动风险；新建项目产能释放不及预期；安全生产风险。

- **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。