民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 08 月 27 日

客户观点反馈

经过上半年市场的上涨和个股估值的抬升，短期内权益投资预期回报可能降低，后续需要更加谨慎，以自下而上精选个股为主，但长期依然看好权益资产。仍坚持低估值策略，积极挖掘低估值的投资机会，以及估值处于历史地位且受益经济增速恢复的顺周期行业。

总量观点

【民生宏观】日本“双循环”经济对我国启示

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

背景：美日贸易摩擦是日本经济走向“双循环”重要催化剂

二战后日本采用出口导向型经济的发展模式，一度取得良好效果。但进入80年代，日本与美国的贸易摩擦越来越频繁，美国多次在汽车、半导体、电信、金融等领域对日本展开制裁，由于过度依赖美国市场，日本被迫妥协，自愿限制出口，外循环主导的经济模式难以为继。为了应对这一问题，日本经济政策开始从“贸易立国”向“技术立国”转变，经济开始切换到内循环为主，外循环为辅的模式。

为了打造“内循环”经济，日本采用了六个重要措施

这六个措施分别是：1、减税降费，促进消费；2、财政扩张，举债发展基建；3、调整产业结构，发展新型产业；4、发展中小城市，打造均衡发展；5、提高工资，增加居民收入；6、放松金融管制，鼓励消费贷发展。前五条措施均取得不错的效果，使日本国民收入持续增加，消费得以带动，产业转型升级大获成功；但放开金融管制以及货币宽松政策加剧了日本金融和房地产泡沫问题。

日本经济走向“双循环”后，消费股和利率债走出一波超级长牛

“内循环”经济最利好的是消费行业，日本自走向“双循环”经济后，消费板块表现一直强于其他板块，无论是必需消费品还是非必需消费品，走势均明显超过其他板块。另一方面，由于“内循环”后资金从传统行业流向新兴行业，资金利用效率变高，日本利率债也迎来一波超级长牛。

日本发展“内循环”经济对中国的启示

首先，“内循环”的根本是要提高国民可支配收入，减少收入差距，提高财富分配效率。其次，“内循环”要大力推进产业转型升级，加快“中国制造2025”相关领域的发展，推进半导体行业发展，实现芯片、能源、粮食自主安全。

风险提示：

中美关系恶化、国民收入增长不及预期、基尼系数加大等。

个股观点

【民生电子】沪电股份（002463）公司点评：Q2环比大幅改善，盈利能力提升

（胡独巍，分析师 S0100518100001， 010-85127512 ）

一、事件概述

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

【民生电子】兆易创新（603986）公司点评：业绩符合预期，DRAM 取得重要突破

【民生宏观】日本“双循环”经济对我国启示

【民生电子】沪电股份（002463）公司点评：Q2 环比大幅改善，盈利能力提升

【民生环保】维尔利(300190)：Q2 盈利增速快速提升，看好有机固废订单表现

8月25日，公司发布2020年半年报：营收35.3亿元，同比增长13%；归母净利润5.8亿元，同比增长22%；扣非后归母净利润5.5亿元，同比增长22%；经营活动现金流净额6.7亿元，同比增长21%。

二、分析与判断

Q2业绩环比大幅改善，产品结构优化驱动盈利能力提升

1、20Q2单季营收19.5亿元，同比+11%，环比+23.4%；20Q2归母净利润3.7亿元，同比+17%，环比+72.3%；20Q2扣非归母净利润3.5亿元，同比+15.5%，环比+75.5%；20Q2毛利率35.0%，同比+3.3pct，环比+8.3pct；20Q2净利率为18.9%，同比+0.96pct，环比+5.4pct。上半年资产减值损失为1.08亿元（去年同期为0.58亿元），若剔除该影响，实际业绩更佳。

2、研发投入加大。20H1公司研发投入1.69亿元，同比增长18%，占营收比例为4.8%，重点投向下一代通信PCB。

3、20H1黄石沪士营收4.3亿元，同比+14%，净利润0.46亿元，同比+86.9%，受益生产自动化水平和良率提升以及企业通讯市场需求较好；沪利微电营收7.3亿元，同比-7.6%，净利润1亿元，同比-1.3%，汽车板业务受疫情影响较大；

企业通讯板盈利能力提升，数据中心等需求较好

1、20H1企业通讯板收入26.4亿元，同比+25%，毛利率33.5%，同比+1.63pct。目前黄石一厂作为5G基站产品主要生产基地，产能适度扩充，高毛利5G产品占比提升，运营效率持续改善。截止6月底，国内三大运营商5G基站建设超过40万个，预计2020年5G基站业务占比提升至15%-20%。

2、数据中心需求强劲。400G交换机、HPC等高端产品已规模出货，随着远程办公兴起、云计算资本开支复苏，企业通讯业务有望成为新增长点。

3、20H1办公及工业设备营收2.4亿元，同比+21%，毛利率33.9%，同比+0.99pct。

汽车板产品结构优化，维持较高盈利能力

20H1汽车板收入5.6亿元，同比-15%，毛利率24.8%，同比持平。受疫情影响，全球汽车销量同比大幅下滑、中低端汽车板产能过剩，沪利微电、黄石二厂加大成本管控，优化产品结构，维持较好盈利能力。黄石二厂在客户认证和汽车板专线扩产方面进展顺利。随着整车厂复工复产，Q2下游需求环比改善，汽车电子化和智能化渗透率持续提升，汽车电子对中高端PCB需求长期向趋势不变，公司将持续受益。

三、投资建议

公司是国内领先的通讯和汽车PCB供应商，长期受益5G基建、数据中心复苏趋势。考虑到疫情对汽车销量冲击以及5G通信景气度有所下降，下调20/21/22年归母净利润，分别为13.5亿元、17.8亿元、21.9亿元，对应PE分别为28X/21X/17X。参考SW印制电路板行业PE（TTM，整体法）估值为44倍，维持公司“推荐”评级。

四、风险提示：

1、产能投放不及预期；2、汽车板竞争加剧；3、5G进展不及预期。

【民生食品】绝味食品2020半年报点评：20H1业绩受疫情影响较大，Q2实现稳步复苏

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

一、事件概述

8月26日，公司发布2020年半年报，20H1实现营收24.13亿元，同比-3.08%；实现归母净利润2.74亿元，同比-30.78%；基本EPS为0.45元。

二、分析与判断

疫情拖累20H1业绩表现，Q2业绩稳步复苏

2020H1公司实现营收/归母净利润24.13/2.74亿元，同比分别-3.08%/-30.78%；合20Q2单季度实现营收/归母净利润13.47/2.11亿元，同比分别+0.83%/-1.74%。总体看，Q1经营受疫情影响较大，业绩表现同比大幅下滑；Q2疫情缓解后，公司积极复工复产，业绩出现明显复苏，Q2单季度业绩同比持平。

分产品看，20H1禽类/畜类/蔬菜/其他产品分别实现营收17.86/0.19/2.42/2.21亿元，同比分别-6.46%/+152.74%/-4.56%/+8.68%；20Q2禽类/畜类/蔬菜/其他产品分别实现营收9.70/0.11/1.38/1.31亿元，同比分别-3.53%/+182.52%/-1.68%/+14.67%。Q2疫情负面影响缓解后，禽类、蔬菜类等主要产品收入同比下滑，但降幅较Q1环比收窄；畜类、其他类产品收入同比增速较高，经营业绩出现稳步复苏。

分地区看，20H1西南/西北/华中/华南/华东/华北地区分别实现营收3.62/0.45/6.63/ 4.14/5.45/2.93亿元，同比分别+0.91%/+4.81%/+1.89%/-6.56%/-12.03%/+1.58%；20Q2西南/西北/华中/华南/华东/华北地区分别实现营收1.94/0.24/3.72/2.26/3.13/1.61亿元，同比分别+6.55%/+9.70%/+7.70%/-9.57%/-7.10%/+4.41%。20Q2西南/西北/华中/华北地区收入同比增速较Q1提高，华东地区收入下滑幅度收窄，华南地区收入下滑幅度环比略有上升。除华南地区外，Q2各地区业绩复苏明显。

销售毛利率同比持平，疫情期间对经销商的帮扶政策推高费用率

2020H1公司毛利率为34.32%，同比+0.09ppt（Q2为38.00%，同比+2.97ppt）。Q1受疫情影响，公司动销受阻，产品毛利率同比出现明显下滑；Q2动销恢复较好，产品毛利率显著回升，并带动20H1毛利率水平同比持平。

2020H1公司期间费用率15.56%，同比+1.50ppt（Q2为14.10%，同比-0.87ppt），原因是销售费用率和管理费用率同比上升。其中销售费用率9.74%，同比+1.55ppt（Q2为8.54%，同比-0.46ppt），原因是Q1疫情期间公司加大了对经销商的扶持力度；Q2疫情缓解后，扶持力度降低，销售费用率同比下降。管理费用率5.83%，同比+0.76ppt（Q2为5.65%，同比+0.92），原因是管理人员工资、咨询服务费有所增长。研发费用率0.20%，同比-0.04ppt（Q2为0.16%，同比-0.22ppt），原因是研发投入小幅降低。财务费用率-0.22%，同比-0.76ppt（Q2为-0.26%，同比-1.11ppt），原因是利息收入同比增长，叠加去年同期确认可转债利息费用导致基数较高。

营销策略更注重精细化管理，渠道布局持续深化

2020H1，公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，具体措施包括优化现有渠道布局，加强复合式饱和开店，并在此基础上，重新深化商圈布局，打造交通体、商圈体、社区体、沿街体等7大渠道。疫情期间为稳定加盟体系，公司给予加盟商较大力度的扶持政策，并逆势优化门店布局。同时，公司进一步细化渠道分类，重新构建渠道模型，开展精准营销，不断创新营销活动，积极拥抱新业态、新渠道、新媒体，全方位提升品牌势能。

三、盈利预测与投资建议

根据2020H1的经营情况，我们小幅下调盈利预测。预计20-22年公司实现营业收入55.24/63.58/71.91亿元，同比+6.8%/+15.1%/+13.1%；实现归母净利润8.35/10.71/12.30亿元，同比+4.2%/+28.2%/+14.9%，对应EPS为1.37/1.76/2.02元，目前股价对应PE为65/51/44倍。公司估值略高于休闲食品行业整体55倍左右估值，疫情冲击公司短期业绩，但考虑到公司市场地位稳固，长期成长性良好，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

业务扩张速度不及预期，消费者消费意愿下降，食品安全问题等。

【民生电子】兆易创新（603986）公司点评：业绩符合预期，DRAM取得重要突破（胡独巍，分析师 S0100518100001， 010-85127512）

一、事件概述

8月25日，公司发布2020年半年报：营收16.58亿元，同比+37.9%，归母净利润3.63亿元，同比+93.7%，扣非后归母净利润3.12亿元，同比+95.6%；基本EPS为0.81元，同比+72.3%。

二、分析与判断

业绩环比持续改善，研发投入加大

20Q2单季营收8.52亿元，同比+14.3%，环比+5.8%；20Q2归母净利润1.95亿元，同比+32.1%，环比+16.3%，扣非归母净利润1.62亿元，同比+27.32%，环比+8.72%；20Q2毛利率40.25%，同比+2.7pct，环比-0.7pct；20Q2净利率为22.91%，同比+3.1pct，环比+2.1pct。存货9.2亿元，同比增长67%，主要系旺季备货增加；研发费用2.21亿元，同比增长58%，研发重点投向DRAM、闪存、MCU等。随着欧美经济重启及疫情逐步控制，预计Q3下游需求将环比改善。

产品线进一步优化，受益物联网、TWS、5G等趋势

1、大容量、先进制程Flash发布。NOR Flash市占率提升至18.3%，排名全球第三。公司发布国内首款2GB高性能SPI NOR Flash，积极拓展工业、车载、AI、5G等领域，打造高性能、大容量、低功耗、小尺寸等产品线，Flash产品累计出货超130亿颗，工艺节点主要为65nm，下半年将重点推进55nm产品。38nm SLC NAND Flash稳定量产，24nm产品持续推进，与主流工艺节点差距缩小。

2、MCU重点拓展物联网、工控市场。公司是国内32位MCU领导厂商，产品线广，发布并量产2个MCU系列新品，目前累计出货超4亿颗，客户数量超2万家，受益物联网、工控、智能终端景气。

3、传感器产品优化。公司是国内最早具有指纹全列别产品的公司，指纹芯片全球份额9.4%，排名第三，优化透镜式光学指纹、超小封装透镜式光学指纹、超薄光学指纹产品，发布大面积TFT光学指纹产品，MEMS超声波研发进展顺利。

定增完成，DRAM取得重大突破

6月公司完成定增募资43.24亿元，重点研发1Xnm 级（19nm、17nm）工艺制程下的DRAM技术，开发DDR3、LPDDR3、DDR4、LPDDR4 系列 DRAM 芯片。4月公司与合肥长鑫签署协议，将在DRAM产品销售、代工及工程端开展合作。长鑫存储已推出DDR4、LPDDR4X内存芯片以及DDR4模组，具备高速传输、低功耗、可靠性高等优点，产品已经获得国内外客户认可。目前公司建立了DRAM代销和运营体系，客户数量和业绩持续增长。

三、投资建议

公司是全球领先的存储器芯片及MCU供应商，受益半导体自主可控趋势，同时是国家存储芯片战略平台之一。预计20/21/22年净利润分别为11.2亿/14.1亿/17.4亿元，对应PE分别为55X/44X/35X。参考SW半导体行业PE（TMT，中值）估值为104倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

1、下游需求下滑；2、对外合作不及预期；3、新产品量产不及预期；4、研发放缓。

- **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。