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 18 日

客户观点反馈

客户表示：短期市场走势略有震荡，看好中长期投资机会，看好未来几年高增长确定的成长股。

医药板块中短期来看，关注中报业绩高增速、下半年业绩强持续性的公司；中长期来看，持续关注高景气度、高成长性的优质赛道。策略方面，A 股风格均衡配置将进一步加速。大宗商品方面，主要品种短期震荡。

总量观点

【民生宏观】港股和利率债的联动关系

（解运亮，分析师，S0100519040001，010-85127665）

港股和利率债走势基本吻合。2015年以来，可以发现恒生指数走势和10年期国债收益率走势基本吻合。通常而言当利率债走牛的时候，港股表现较为疲软；当利率债走熊的时候，港股表现较好。

第一条路径，经济周期同时决定利率债和港股走势。由于港股大部分权重是国内的周期类和金融类企业，因此当中国经济处于上行周期时，港股和十年期国债利率通常都会向上。典型的比如2016年-2017年，由于房地产去库存和供给侧改革，带动周期性行业利润改善，使十年期国债利率快速上行，港股也出现了两年的牛市。当中国经济处于下行周期时，港股和十年期国债利率通常向下，典型的比如2018年和2020年上半年，由于经济处于下行通道，周期行业盈利恶化，导致利率下行，港股出现熊市。

第二条路径，货币政策同时影响银行股、港股和利率债。由于2015年来存款基准利率保持不变，银行净息差更多取决于贷款端利率，而贷款端利率与货币政策关系密切。当货币宽松时，银行净息差收窄，银行股股价下跌，带动港股下跌，与此同时货币宽松利好利率债。当货币紧缩时，银行净息差走阔，银行股股价上升，带动港股走强，与此同时货币紧缩对利率债产生利空。

投资建议：港股可用于对冲债熊行情。由于港股与利率债走势较为吻合，当经济周期向下时，比如今年2月-4月，可做多利率债，并减少港股的配置；当经济周期向上时，比如今年5月-7月，可做多港股，并减少利率债的配置。针对不同的经济周期，可对港股和利率债进行不同比例的配置，以赚取超额收益。

风险提示：港股和利率债走势背离时无法起到对冲作用、疫苗提前问世、秋冬季疫情二次爆发等。

个股观点

【民生化工】万润股份（002643）2020年中报点评：国内业绩大幅增长，大健康产业带来新契机

（李骥，分析师 S0100519100001，021-60876731）

8月15日，公司发布2020年中报，公司2020H1实现营业收入12.47亿元，同比下降3.60%；实现归母净利润2.16亿元，同比下降6.22%。

盈利水平维持高水平，布局电子化学品丰富信息材料产品线。受国外疫情影响，

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】港股和利率债的联动关系

【民生化工】万润股份（002643）2020 年中报点评：国内业绩大幅增长，大健康产业带来新契机

【民生电新】信捷电气（603416）2020 半年报点评：市场份额快速增长，盈利能力显著提升

【民生食饮】重庆啤酒（600132）：20Q2 经营显著回暖，关注未来长期成长性

2020年上半年实现营收12.47亿元，同比下降3.60%，其中境外业务占比77%，实现营收9.62亿元，同比下滑15.96%，国内业务发展迅速，实现营收2.8亿元，同比增长91.66%，实现毛利率43.28%，同比增长4.35pct。公司整体实现毛利率42.89%，同比增长0.75pct，盈利能力维持高位，稳中向好。值得注意的是，为丰富信息材料产业产品线，公司积极布局电子化学品领域的聚酰亚胺材料、光刻胶材料，为未来发展积蓄动能。

沸石分子筛产能进一步释放，国六落地助力业绩高增长。目前公司沸石分子筛产能达到5850吨/年，公司7000吨的沸石系列环保材料建设项目，包括尾气处理用ZB系列沸石4000吨/年和烟道气处理用MA系列沸石产能3000吨/年，有望于2021年投产。随着国六标准分阶段实施，沸石分子筛的需求将大幅增长，推动业绩高增长的同时，进一步巩固公司在高端车用沸石环保材料领域技术和生产能力等方面的全球领先地位。

积极布局大健康产业，原料药带来发展新契机。2020年上半年，公司大健康产业实现营收2.73亿元，同比增长13.62%。今年1月，公司全资子公司万润药业成为国内首家通过诺氟沙星胶囊仿制药质量和疗效一致性评价的企业，目前“万润工业园一期项目”处于施工建设中，主要产品有洛索洛芬钠、阿齐沙坦等，预2020年底投产，项目达产后，可实现年产原料药3155吨，随着“健康中国”上升为国家战略，大健康产业未来将迎来新的发展契机。

投资建议：预计公司2020-2022年每股收益分别为0.57、0.80和0.94元，对应PE分别为29、21和18倍。参考CS基础化工板块当前平均91倍PE水平，结合国六落地助力公司业绩高速增长、原料药和电子化学品双向驱动等因素，公司未来成长可期，维持“推荐”评级。

风险提示：扩产不及预期，下游需求不及预期，原材料价格波动风险。

【民生电新】信捷电气（603416）2020半年报点评：市场份额快速增长，盈利能力显著提升

（于潇，分析师，S0100520080001，021-60876734）

8月14日，公司发布2020年半年报，上半年营收4.97亿，同比增长62.53%，归母净利润1.43亿，同比增长99.06%。公司二季度营收3.32亿，同比增长93.11%，归母净利润0.96亿，同比增长135.35%。

工控行业持续复苏，公司二季度起营收高速增长。上一轮工控行业周期自2016年Q3开始底部复苏，2018年Q2达到高点后开始下滑，去年Q4有所好转，今年Q1因疫情影响短期下滑，Q2起持续复苏。我们预计下半年至明年工控行业仍将延续复苏趋势，有望迎来快速增长。信捷电气快速响应行业需求，上半年PLC产品收入2.39亿元，同比增长71.94%；伺服系统收入1.54亿，同比增长73.03%。

行业解决方案不断成熟加速进口替代，伺服系统潜力较大。公司自上市以来加快在重点行业推动解决方案营销，通过定制化服务和快速响应抢占外资品牌份额，由于今年受疫情影响外资品牌供货紧张，公司进口替代进程加速。公司的PLC产品行业领先，拥有较大的客户基数，伺服系统推出新一代伺服驱动和电机产品，在PLC产品的带动下爆发增长。通常下游客户设备中1台PLC搭配多套伺服系统，而单个伺服系统的价格也是PLC的数倍，未来公司伺服系统具有较大增长潜力。

毛利率同比显著提升，发出商品及合同负债增长预示Q3较快增长趋势。公司二季度毛利率为44.72%，同比增长4.82%，环比增长0.97%，预计一方面是疫情相关的口罩机解决方案等订单需求爆发价格较好，二是公司伺服系统新产品快速迭代，且搭配自产电机、编码器等产品比例提升。公司存货4.52亿，同比增长121%，其中发出商品1.14亿，同比增长88%，预计三季度收入仍将快速增长。公司合同负债0.47亿，较去年同期的0.15亿预收账款同比大幅增长，表明公司订单增长较快。

投资建议：预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.73、3.38、4.34亿，同比增长67%、24%、28%，EPS为1.94、2.41、3.08元，对应估值为34、27、21倍PE，公司市场份额持续提升，考虑到公司的长期成长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：新产品推广进度低于预期，行业竞争加剧价格下降幅度超预期。

【民生食饮】重庆啤酒（600132）：20Q2经营显著回暖，关注未来长期成长性

（于杰，分析师，S0100519010004，010-85127513）

重庆啤酒发布2020年半年报。报告期内，公司实现营业总收入17.51亿元，同比-4.45%，实现净利润2.99亿元，同比+10.49%，实现归母净利润2.46亿元，同比+3.06%。折合EPS为0.51元。折合20Q2公司实现营业收入11.96亿元，同比+19.66%，实现净利润2.55亿元，同比+49.81%，实现归母净利润2.12亿元，同比+38.47%。

把握旺季Q2营收止跌回升，产品结构持续优化，重庆外市场表现出彩。20H1公司营收同比-4.45%，其中20Q2单季度公司营业收入同比增长19.66%，创下自13Q2以来单季度最快增速记录，公司Q2营收加速增长的主要原因是公司复工及时并积极作为，主动迭代推出拉罐产品并将营销中心转移至区县市场，大力开拓非现饮渠道，优化提升非现饮品项组合所共同导致。

从销量和吨价来看，20H1公司啤酒销量为46.52万千升，同比-3.64%，其中20Q2销量为31.22万千升，同比+21.1%，公司把握旺季动销机会，渠道积极补货应带动销量增长显著。20H1公司产品吨价为3709.5元/吨，较同期3706.9元/吨基本相当。

分产品看，公司20H1高档/主流/大众啤酒分别实现收入3.34/11.34/2.57亿元，分别占比19.38%/65.73%/14.9%，同比+4.09pct/-6.59pct/+2.5pct，高档占比提升带动结构优化，各价格带啤酒营收分别同比+22.22%/-12.34%/+15.87%，其中20Q2单季度各类产品营收分别同比+61.38%/11.85%/25.01%，高档产品表现亮眼，主要由20Q2公司核心市场现饮渠道逐渐恢复后公司积极引导产品消费升级、本地品牌高档产品培育初显成效及国际品牌（如凯旋1664增长强劲）保持良好增长态势共同导致；大众产品保持良好增速，主流产品呈恢复态势，主要系疫情防控措施放缓餐饮恢复叠加今年夏季较往年炎热导致。

分地区看，公司在重庆/四川/湖南市场分别实现营收12.06/3.41/1.78亿元，分别占比69.9%/19.79%/10.31%，同比-3.71pct/+0.34pct/+3.36pct，三地市场营业收入分别同比-8.41%/-1.86%/+43.1%，其中20Q2单季度三地市场营收分别同比+13.54%/+26.31%/+88.08%，重庆外市场表现亮眼，主要原因：1）公司内部产能安排有所调整，2019年12月乌苏啤酒开始在湘、川两地工厂进行委托加工，20H1分别实现销售额6027万元和2512万元，乌苏铺货效果良好带动营业收入高企；2）公司在重庆外市场推进大城市全渠道拓展和外围乡镇拓展，完善低份额市场经销商布局；3）川湘两地经销商经过多年优化后展现活力，团队战斗力有所提高。

产品毛利率上行明显，盈利能力稳中略升

毛利率：20H1公司销售毛利率为41.2%，同比+0.51pct，其中20Q2单季度公司销售毛利率为46.12%，同比+2.69pct，毛利表现出色主要原因是Q2产品结构中高档产品占比提高。期间费用率：20H1期间费用率为17.16%，同比-1.46pct，其中销售/管理/财务费用率分别为10.54%/6.47%/0.16%，分别同比-2.96pct/+1.68pct/-0.18pct，其中销售费用同比下降25.41%，主要是广告及市场宣传费下降较多（-57.59%）所致，管理费用同比上升29.05%，主要是办公及服务费同增250%所致。净利率：20H1公司净利率为17.08%，同比+2.31pct，主要系税费返还（返还额度占营收之比为2.3%）导致。

公司疫情后积极作为效果显著，未来嘉士伯资产注入将强化公司成长性。公司在疫情后积极作为思路清晰：1）力所能及范围内积极动销：积极帮助经销商开展社区营销去库存，与主流外卖平台合作刺激动销，及时推出拉罐产品予以配合；2）开辟新战场，谋求新增长。开辟周边市场推动渠道下沉，在区县市场寻求销售机会，成

果显著；3）注重Q2旺季机会。得益于进入夏天的节奏与疫情缓解大体一致，公司积极开展事件营销把握消费反弹机会，期间注重引导本土品牌产品升级，高档产品放量增长在报表中也得以体现。整体来看，疫情为短期扰动因素，不改公司长期向好趋势。

嘉士伯资产注入正有序进行中。未来嘉士伯将其在新疆、宁夏、云南、广东、华东等地拥有的优质啤酒资源注入上市公司后，公司将实现“本地品牌（重庆、山城）+国际品牌（嘉士伯、乐堡、凯旋1664）+地区强势品牌（乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖）”的强大品牌阵线，实现产品全价格带、全品类覆盖；在产品对应强势地区将实现大突破，补强公司渠道；多品牌协同有利于发挥规模效应，优化公司产能利用率，提高盈利能力。预计注资完成后重庆啤酒整体盈利能力将进一步提升，公司成长性将进一步加强。

投资建议：不考虑资产注入的前提下，预计20-22年公司实现营业收入为35.19/38.46/40.85亿元，同比-1.8%/+9.3%/+6.2%；实现归母净利润5.32/6.63/7.59亿元，同比-19.0%/+24.6%/+14.5%，折合EPS为1.10元/1.37元/1.57元，对应PE为63/51/44倍。2020年啤酒板块整体预期PE为64倍，公司估值略低于板块平均水平，考虑到嘉士伯注资落地，预计未来公司业绩增速将快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情影响超预期、资产注入进度不及预期、玻璃瓶及大麦价格异常上涨、食品安全风险等。

● 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。