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 17 日

客户观点反馈

客户表示：在周期板块投资机会中，客户关注周期产业格局好+周期成长或周期价值的细分板块。

在有色金属板块，从独特的金融属性、估值角度来讲，当前行业配置性价比较高。同时，这一轮美联储的大幅扩表会带来未来大宗商品的通胀上行，有色行业盈利景气度预计也会持续上行；建材板块，可重点关注水泥板块的投资机会；保险&券商板块，目前估值偏低，盈利边际持续改善；国防军工板块，军费开支增速进入上行周期，同时产业链自主可控，受疫情影响较小。

总量观点

【民生策略】流动性拐点临近，A股风格均衡配置进一步加速——每周流动性观察

（杨柳，分析师 S0100517050002， 010-85127730）

➢ 宏观流动性：流动性拐点临近，短期重点关注下周一MLF续作情况

目前以社融增速为代表的的宏观流动性拐点正在逐渐临近，从社融主要分项来看，政府债（包括国债和地方政府债）和企业债融资存量高频同比数据均已在6月底至7月初见顶，从银行业总资产规模同比增速来看，6月份数据环比下降0.75个百分点，也已经出现拐点迹象。

本周资金端继续保持紧平衡，对于债市而言，虽然有7月经济数据略低于预期的利好，但利率整体仍处于上行趋势中，主要矛盾集中在债券的供需上，近两周国债一级招标利率明显上行，显示债券的供给压力过大。在经济复苏的情况下，总量降准降息可能性不大，重点关注下周一MLF续作情况，如果继续缩量续作，债市仍将面临压力。

➢ 市场情绪：情绪小幅回落，科技医药相对明显

整体上通过全A融资买入额占总成交额占比来看，本周小幅回落，科技医药降幅相对明显。

➢ 主要投资者配置变化：杠杆资金5月底以来首次净流出，北向资金恢复净买入

本周主要投资者流入流出情况发生反转，北向资金重新恢复净流入，尤其是在周五当天明显回流，以净流入银行股为主。杠杆资金自5月底以来首次出现净流出，明显流出前期的热门板块：半导体、证券和医药。市场的主线出现切换迹象，结合当前流动性拐点临近、经济持续复苏的宏观组合来看，A股结构上风格均衡配置预计将进一步加速。

➢ 新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达11只

本周新发权益类基金达11只。全A上市公司减持规模达146.4亿元，环比增加14.26亿元，回购规模明显回落，达9.73亿元，环比减少68.19亿元。

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

【民生传媒】游戏行业跟踪：宅经济景气度延续，腾讯 20Q2 业绩高增

【民生化工】华鲁恒升（600426）中报点评：Q2 业绩改善显著，新材料项目落地在即

【民生电子】鹏鼎控股(002938.SZ)20 中报点评：疫情下逆势增长，业绩大增

● 个股观点

【民生电子】澜起科技（688008）半年报报告点评：服务器需求旺盛带动公司业绩高增长

（王芳，分析师 S0100519090004，021-60876730；王浩然，研究助理 S0100120070002，021-60876715）

8 月 14 日，公司公告 20H1 实现营收 10.90 亿元，同增 23.93%，归母净利 6.02 亿元，同增 33.43%，扣非归母净利 5.22 亿元，同增 20.96%，毛利率为 73.7%，基本持平。

➢ **上半年业绩大增56%，下游需求旺盛&产品升级贡献主要动力**

若剔除股份支付费用影响，公司 20H1 归母净利润为 7.02 亿元，同比大增 55.61%。单季度来看，Q2 单季公司实现营收 5.94 亿元，同增 25.16%，环增 19.76%；归母净利 3.39 亿元，同比大增 50.4%，环增 28.9%；毛利率为 74.67%，同升 3.30pct，环升 2.14pct。业绩高增长主要因下游服务器市场高景气度带来内存接口芯片需求旺盛叠加公司产品升级等因素。20H1 全球服务器出货量约 602 万台，同比基本持平，其中 Q2 单季出货量约 328 万台，同增约 3.5%，环增约 19.7%。公司深耕内存接口芯片领域十余年，是行业双寡头之一，全球市占率超过 40%，仅次于龙头 IDT，将深度受益下游服务器市场增长。公司目前贡献营收的主要产品为 DDR4，DDR4 世代分为 Gen1.0、Gen1.5、Gen2.0、Gen2plus，性能和单价依次提升，产品升级带来公司产品平均售价提升，进而带来毛利率提升。此外，公司 2020H1 产生投资收益 0.6 亿元、计入其他收益的政府补助 0.23 亿元，2019H1 分别为 0.16 亿元和 0.07 亿元。

➢ **DDR5进展顺利，预计下半年研发完成量产版本**

新一代内存技术 DDR5 引进了一系列可以增强内存模组可靠性、可用性和可维护性的新功能，预计第一代产品将于 2021 年底或 2022H1 量产。DDR5 内存模组将搭载更多内存接口芯片，从 DDR4 世代的 10 个增至 11 个，且将增加电源管理芯片/温度传感器等组件，带来内存接口芯片市场量价齐升。公司已完成符合 JEDEC 标准的第一子代 DDR5 RCD、DB 芯片及服务器内存模组配套芯片工程样片的流片，并送样给相关厂商测试评估，预计 2020H2 公司将完成量产版本芯片的研发，持续保持新世代技术的领先优势。

➢ **持续大力投入研发，三大领域共谋发展**

2020H1 公司研发投入 1.64 亿元，同增 9.33%，占营收比例为 15.08%，继续保持高投入。公司研发方向包括接口类如 DDR5 相关和 PCIe 4.0 Retimer 芯片等、津逮服务器 CPU 及混合安全内存模组、人工智能芯片等领域。公司已于 2019 年完成 PCIe 4.0 Retimer 芯片的工程流片，2020H1 已送样至潜在客户/合作伙伴进行测试评估，预计 2020H2 完成量产版本芯片的研发。津逮服务器相关产品已具备量产能力，2019 年实现营收 1628 万元，未来将持续升级，以满足数据中心对高性能、高安全、高可靠性 CPU 的需求，持续提升市场份额。人工智能相关芯片架构定义和技术可行性研究已于 2019 年初步完成，2020H1 已开始进行相关的研发工作。

投资建议：公司为全球第二大内存接口芯片厂商，技术实力领先。我们预计 2020/2021/2022 年公司归母净利润分别为 11.37/14.63/17.52 亿元，对应 PE 为 97.2/75.5/63.1x。我们选取国内存储芯片龙头兆易创新、设备龙头北方华创作为可比公司，根据可比公司 2020 年 152 倍 P/E，**维持“推荐”评级。**

风险提示：服务器出货量不及预期，DDR5 芯片研发进度不及预期，国际局势动荡带来公司业绩可能不及预期。

【民生计算机】中科曙光（603019）半年度报告点评：扣非净利润增速亮眼，子公司盈利情况良好

（强超廷，分析师 S0100519020001，021-60876718；郭新宇，分析师 S0100518120001，010-85127654）

公司于8月15日公布中报，上半年实现营收39.89亿元，同比下降13.41%，实现归母净利润2.51亿元，同增23.11%，扣非后归属于上市公司股东的净利润1.42亿元，同比增长37.57%。

➢ **扣非净利润增速亮眼，毛利率提升与费用下降显著**

公司扣非净利润增速为37.57%，远超归母净利润增速，毛利率升至21.19%，同比提升3.27pct。上半年公司营收出现同比13.41%的下降，成本和费用控制方面表现出色。费用方面，公司上半年销售费用为1.45亿元，同比下降23.63%；管理费用为1.08亿元，同比上升6.82%；财务费用为2450.54万元，同比下降70.76%。毛利率提升与费用率显著下降，推动公司盈利能力提升。

➢ **子公司运营状态良好，推动公司净利润提升**

公司参股子公司经营状况良好，提升公司整体净利润水平。1)公司参股公司中科星图于2020年7月8日于科创板上市，使得公司本期长期股权投资金额为28.42 亿元,同比增长33.04%;2)曙光云计算业绩翻正,报告期末实现净利润159.08万元，上年同期净利润-1228.91万元。3）海光信息上半年实现营收6593.56万元，较上年同期下降19%，净利润6078.25万元，同比下降15.18%。主要原因是营收缩减或受疫情影响，导致芯片出货量下降。我们预计随着下半年疫情影响减弱，党政行业采购回归正常，海光芯片出货规模将持续上升。

➢ **进一步加大研发投入力度，竞争实力持续加强**

公司研发投入费用同比增长23.41%，持续投入致以突破技术难题，提高公司竞争能力。公司持续重点关注前沿技术创新，加大关键技术研发力度，推动大数据、云计算、人工智能交叉融合，打造优质产品解决方案。报告期内，公司加大研发投入力度，上半年研发费用为3.31亿元，较上年同期增长23.41%，同期，公司新增获得专利授权36项，其中发明专利授权6项，实用新型13项。

投资建议：公司在自主可控领域掌握核心技术和先发优势，未来持续布局先进计算产业生态，受益全国各地筹建的国家先进计算产业创新中心。我们预测公司2020-2022年EPS为0.86/1.09/1.43，对应PE为52X/41X/31X，过去5年公司PE（TTM）一直超过55X，**故维持“推荐”评级。**

风险提示：服务器行业竞争加剧、芯片产量不及预期。

【民生金融】江苏银行（600919）半年度报告点评：基本面显著改善，看好估值修复空间

（郭其伟，分析师S0100519090001，0755-22662075；廖紫苑，研究助理S0100119120002，0755-22662081）

8月14日晚公司发布2020年半年报：上半年归母净利润同比增长3.49%，大幅领先于同期的商业银行-9.41%增速水平，营收同比增长14.33%，拨备前利润同比增长16.53%，保持在双位数的高增长态势。

➢ **负债成本降，个贷利率升，息差创新高**

上半年净息差2.10%，较一季度增加3bp（测算口径），创下上市以来的新高。这主要得益于公司的同业负债重定价改善了成本支出，使得上半年计息负债成本率较一季度下降了5bp。负债端存款利率较为刚性，较上年微升1bp。得益于个人贷款利率上扬，消化了对公贷款利率的下行压力，资产端收益率较一季度仅下降3bp。其中贷款利率较上年提升4bp，对公贷款、个人贷款、票据贴现利率分别较

上年增加-10bp、29bp、-42bp。

➢ **不良率逆市下降，关注率刷新最低记录**

半年末不良率1.37%，环比下降1bp，继续保持下降趋势，资产质量表现大幅好于同业。这得益于二季度公司同时加大了拨备和问题资产处置力度，加快风险出清。不良贷款生成速度开始放慢。二季度不良贷款年化生成率环比下降8bp到1.09%，年化信贷成本环比下降11bp到1.80%。关注类贷款占比环比下降7bp到1.83%，创下上市以来的最低记录。逾期三个月以上的贷款占比较上年末下降7bp到1.15%。风险抵御能力优秀，拨备覆盖率环比增加8pct到246%，拨贷比环比增加9bp到3.38%，两者都再创新高。对公一般性贷款和个人贷款的不良率较上年末分别增加-13和11bp到1.94%和0.77%。

➢ **投资建议：估值提升空间可观**

公司基本面已经消化了新冠疫情带来的负面影响。不良率下降，拨备覆盖率提升，息差逆市走阔，整体业务结构更加稳健。3.49%的归母净利润增速远超行业总体，表现出了较强的业绩成长属性。公司扎根江苏，上半年江苏省GDP同比增速为0.9%，不只是领先于全国，还是江浙沪三省第一。区域经济率先恢复将有利于公司的贷款投放和资产质量改善。目前公司PB估值对应2020年末只有0.61倍，未能充分反映公司的业绩成长性。在银行板块估值修复的分化行情中，公司估值低，基本面优秀，将具备较大的估值修复空间。我们看好公司基本面和行情机会。预测公司2020-2022年归母净利润增速分别为5.12%、9.63%、14.56%。2020年对应BVPS为10.58元，**维持“推荐”评级**。

风险提示：资产质量波动、息差下行压力、政策出台不及预期。

【民生食品饮料】煌上煌（002695）半年度报告点评：20Q2经营全面恢复，主业加速扩张

（于杰，分析师 S0100519010004，010-85127513；熊航，研究助理 S0100118080028，0755-22662016）

8月14日，公司发布2020年半年报，20H1实现营业收入13.65亿元，同比+16.77%；实现归母净利润1.58亿元，同比+12.25%；基本EPS为0.31元。

➢ **Q2经营全面恢复增长，疫情负面影响消退**

2020H1公司实现营收/净利润13.65/1.58亿元，同比分别+16.77%/+12.25%；合2020Q2单季度实现营收/净利润8.24/1.01亿元，同比+23.11%/+17.12%。总体看，公司上半年营收端保持平稳增长，Q2已基本摆脱疫情不利影响，收入端出现加速增长；受毛利率下滑影响，利润端增速小于营收端，但仍保持双位数增长。

20H1整体毛利率35.62%，同比-1.70个百分点，Q1受疫情影响，毛利率下滑较大拖累整体毛利率水平。期间费用率20.93%，同比-0.32个百分点，其中销售费用率13.01%，同比+0.83个百分点；管理费用率5.14%，同比-1.04个百分点；研发费用率3.06%，同比-0.01个百分点；财务费用率-0.27%，同比-0.10个百分点。销售费用率上升的主要原因是公司加快门店开发及市场拓展，导致相关宣传、人工租赁等费用上升。财务费用下降的主要原因是银行利息收入增加。

20Q2单季度毛利率35.90%，同比-0.74个百分点。期间费用率20.34%，同比+0.29个百分点，其中销售费用率12.96%，同比+0.51个百分点；管理费用率4.52%，同比-0.31个百分点；研发费用率3.12%，同比+0.26个百分点；财务费用率-0.26%，同比-0.17个百分点。

➢ **20Q2鲜货业务加速增长，米制品业务实现扭亏并同比大幅增长**

2020H1鲜货产品实现营收9.42亿元，同比+14.63%，毛利率38.09%，同比-0.75个百分点。收入端，20Q2鲜货产品收入同比+16.94%，较20Q1的+11.65%增速有

所提高，主要原因是Q2门店逐步恢复营业，同时公司在门店拓展上持续发力、并践行1+N全网营销模式。20H1鲜货产品单店收入（去除纯电商业务后的估算值）约为19.77万元（2019全年约为41.45万元），预计下半年老店正常增长叠加新店收入释放，单店收入将进一步提高。利润端，20H1肉制品业务净利润同比+12.49%，合Q2单季度同比+22.60%，较Q1增速出现大幅提高，主要原因是Q2公司持续提升销售收入，同时加强内部费用管控。

2020H1米制品业务实现营收3.52亿元，同比+23.40%，毛利率30.27%，同比-3.26个百分点。收入端，20Q2米制品业务摆脱收入Q1的下滑困境，同比+34.22%，较20Q1的-20.78%增速出现大幅上升，主要原因是端午销售旺季粽子等产品销售高于预期。利润端，20H1米制品业务净利润同比+10.68%，合Q2单季度同比+15.42%，扭转米制品业务Q1收入下滑，利润亏损的不利局面。

➢ 上半年开店计划超额完成，下半新店将加速扩张

2020H1，公司共拥有4152家专卖店，其中直营店294家，加盟店3858家。门店数量较2019年底增加446家，环比+12.03%。目前公司销售网络已覆盖全国26个省级行政区、220个地级市，核心销售区域仍在江西、广东、福建、辽宁。2020年，公司计划新开门店1200家，上半年新开门店617家（关店171家），完成计划的149.39%，其中20Q1计划新开161家，实开165家；20Q2计划新开252家，实开452家。Q3、Q4公司计划分别新开店418、369家，力度较上半年更大，下半年新店扩张将呈现加速态势，并将主要瞄准省外新拓展市场。

2020H1，公司线上交易额达到2.18亿元，销售占比15.42%，其中纯电商业务1.21亿元，销售占比8.86%。公司线上渠道处于稳步拓展中。

➢ 盈利预测与投资建议

预计20-22年公司实现营业收入24.60/28.85/32.92亿元，同比+16.2%/+17.3%/+14.1%；实现归属上市公司净利润2.81/3.41/4.03亿元，同比+27.7%/+21.3%/+18.0%，对应EPS为0.55/0.66/0.78元。股价对应PE为51/42/36倍。公司2020年估值与休闲食品板块52倍估值相当，考虑到公司未来主营业务有望提速扩张，**维持“推荐”评级**。

风险提示：疫情冲击超预期，门店扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

● 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。