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 06 日

- **客户观点反馈**

从宏观经济基本面来看，无论是 PMI 还是工业企业利润，都预示经济向好。从政策面来看，政治局会议稳定中长期宽松方向，从资金面来看，近期基金发行规模依然处于高位，两融余额持续增加，认为权益市场有望继续震荡上行。主要看好：代表消费升级与产业升级趋势的消费、科技与先进制造。

- **总量观点**

【民生宏观】中观层面看复苏：价格与库存的传导差异（解运亮，分析师 S0100519040001， 18911895931）

从PPI和产成品库存的中观规律看中国经济复苏所处位置。原材料价格由上至下传导，库存底部规律则是由下至上传导。两大规律均指向经济复苏动能在上升。

价格传导：原材料价格是经济复苏的“发令枪”。PPI底部规律显示价格传导仍以成本推动为主，整体有自上而下的规律。近几年，产业链传导效率较过去更为通畅。近期，国内主导原材料价格仍有所“犹豫”，全球主导原材料价格更加“坚决”。美元贬值和原材料价格上涨是复苏周期的标志。疫情后全球经济重建可能引发资源品竞争，利好大宗商品。PPI回升也将推动企业利润继续修复。

库存与投资：需求拐点已现，强度依旧存疑。库存方面，与价格的自上而下传导不同，库存底部存在自下而上的传导规律。目前，中游去库较快，上游库存仍偏高，下游消费品库存则降至较低水平。作为领跑底部拐点的下游制造业内部结构有所分化，部分产业可能有主动加库的迹象。PMI新订单代表的需求拐点领先于库存和投资。虽然欧洲疫情防控较美国好，但是全球投资仍看中国、印度和美国。中美的PMI新订单均连续上升，表明需求拐点已现；产能方面，部分产业仍有空间，投资扩产可能仍需等待。

中美对周期的担忧有所不同。标普500中，以科技为代表的防御板块市值占比远远高于周期板块。上一轮经验表明两者在经济复苏后有所收敛。同样，年初至今，中信周期风格指数涨幅仅为消费和成长的三分之一。7月初周期补涨也仅是拉近三者之间的差距。周期在美股的不振是因为美国疫情防控较差，实体经济仍有阴霾；国内则是对周期的强度有疑虑，可能仍在等待信号。尽管代表未来趋势的板块可能存在“超买”迹象，但是政策支持下仍有上升空间，并且短期难以证伪。

风险提示：地缘政治风险超预期、逆周期调节政策不及预期、新冠疫情超预期等。

【民生宏观】未来黄金仍然大有可为（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

决定金价的因素之一——供需关系

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】中观层面看复苏：价格与库存的传导差异

【民生电子】行业事件点评：中国芯免，利好中芯

【民生传媒】掌趣科技（300315）跟踪点评：看好未来产品大年，目前估值性价比较高

【民生军工】七一二（603712）简评报告：订单增长显著，业绩高增长可期

从供给端来看，存量黄金主要分布在四处——首饰、央行、投资者、矿储，供给较为稳定，且黄金供应增长显著低于全球经济增速，因此决定金价的主要是需求端。

从需求端来看，黄金需求主要来自四个方面：首饰品、投资、工业生产、央行，其中大部分需求来自首饰，中国和印度分别是全球第一大和第二大黄金消费市场。由于黄金有首饰和工业生产等实体需求，因此其和比特币有显著区别，比特币价格仅取决于投机价值，而黄金价格不仅取决于投机价值，还取决于现实需求。

决定金价的因素之二——美元指数、美国国债利率和通胀预期

美元指数影响黄金价格有两条主要路径：1、作为大宗商品定价基准，美元与包括石油、铜、黄金等在内的大宗商品走势成反比。2、美元和黄金同样都具有投资价值，具有替代关系。近段时间美元指数明显回落，带动金价走强。

美国国债相当于美国无风险收益率，起到估值锚的作用，对大类资产价格有重要影响。当美债走低使，无风险利率下行，黄金、股市等大类资产往往会因此受益。另一方面，由于黄金是对抗通胀风险最佳的资产之一，当欧美出现通胀预期时，受避险行情驱动黄金价格通常会上涨。观察通胀预期一个较好的指标是TIPS（通胀指数债券），其与金价走势成反比，当前TIPS收益率处于低位，市场预期未来美国通胀走高，金价因此受益，创历史新高。

决定金价的因素之三——地缘政治与全球金融危机

短期来看，金价很容易受地缘事件影响，比如1977年-1981年黄金走出一波很大的行情，原因在于当时出现伊朗革命和苏联入侵阿富汗两大事件，导致金价大幅攀升。

全球金融危机背景下，黄金往往会迎来较大行情。典型的例子比如2008年-2012年，08年全球金融危机使黄金在2010年出现第一波暴涨，之后的欧债危机导致避险情绪再度升温，金价于2011年出现第二波暴涨。

被遗忘的货币属性——未来黄金大有可为

马克思说过：“金银天然不是货币，但货币天然是金银”。历史上黄金长期充当国际货币，从近代以来一共出现过5次国际货币制度：金银复本位制、金币本位制、金块本位制、金汇兑本位制、信用美元制度（牙买加体系）。信用美元体系下，一方面会造成三元悖论问题，导致美联储加息/降息时会导致其他国家面临流动性紧缩/宽松的问题，而且美元大量发行对全球征收高昂的铸币税。随着美国经济占全球比重不断下降，叠加今年以来美国抗疫不力，美联储开启无限制宽松政策，这对全球造成严重冲击，美元信用受到冲击。未来国际货币体系可能迎来重大变革，在此背景下，黄金将继续迎来很大机会。

风险提示：

美联储超预期收紧货币政策、美国重新出现通缩预期、疫苗提前问世等。

● 行业观点

【民生电子】行业事件点评：中国芯免，利好中芯（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780 ）

一、事件概述

8月4日，国务院发布《关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》，包括财税/投融资/研究开发/人才等8方面政策。

二、分析与判断

集成电路新政大力支持先进制程发展

《政策》首次提出“项目”概念，使得税收优惠更加灵活。本次政策与之前相比，新增了主要针对28nm及以下先进制程，给予10年免征企业所得税的优惠，凸显国家大力支持先进制程的政策导向和战略决心。中芯国际作为目前大陆唯一具备14nm工艺的晶圆代工企业，研发技术国内领先，经营期限已达20年，2018/19年中芯国际有效所得税税率分别为21.06%/11.11%，受益于本次税收优惠政策有望增厚未来经营业绩。

其他环节支持力度加大，重点设计企业受益更多

《政策》提出芯片设计、装备、材料、封测企业可享受所得税“两免三减半”优惠，重点芯片设计企业所得税优惠力度更大，前五年免征，后续年度减按10%征收。此外，对于材料、消耗品、生产所用设备零配件、设备等免除进口关税，支持力度进一步加大。

为集成电路企业提供投融资、研发等多维度支持

1）投融资方面，政策提出积极为集成电路企业在上市融资、资产质押等多个方面提供投融资支持，并将加快境内上市审核流程，鼓励符合条件的企业在科创板、创业板上市融资。相关支持政策将为集成电路企业扩大资金来源，缓解融资压力提供极大便利。2）研究开发，政策提出将探索社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制，利用国家重点研发计划、国家科技重大专项、各类创新平台等渠道为集成电路企业研究开发提供关键支持。相关政策的出台从投融资、研发等多维度为IC企业提供大力支持。

三、投资建议

本次政策的出台重点利好28nm及以下芯片制造企业的税收优惠，其他芯片环节的税收优惠也进一步加大，并为国内集成电路产业整体提供包括投融资、研究开发等多重维度支持，建议关注：中芯国际、长电科技、韦尔股份、北方华创、中微公司、金宏气体、安集科技、兆易创新等。

四、风险提示：

行业需求不及预期、研发进展不及预期、贸易摩擦及疫情影响风险。

- **个股观点**

【民生军工】七一二（603712）2020年中报点评：订单增长显著，业绩高增长可期（王一川，分析师 S0100518020001，010-85127513）

一、事件概述

8月5日，公司发布2020年中报，实现营业收入8.40亿元，同比增长16.12%；实现归母净利润1.03亿元，同比增长52.67%。

二、分析与判断

业绩大幅提升，看好全年高增长

2020年上半年，公司实现营业收入8.40亿元，同比增长16.12%；实现归母净利润1.03亿元，同比增长52.67%。报告期内，公司期间费用率为34.23%，较上年同期略微下降0.63pct。其中研发费用为2.15亿元，同比增长27.67%，公司近年来研发费用率始终保持在20%以上的高位水平，高强度研发投入实现了多个新产品的突破。毛利率方面，公司实现毛利率46.21%，同比增加2.04pct，盈利能力提升。公司经营活动现金流净额增长18.20%，主要系当期回款较好，经营能力持续提升。公司从二季度开始订单呈现大幅增长，我们认为全年业绩有望持续高增长。

无线通信终端订单增长，新一代铁路产品研发顺利

公司是无线通信终端领导者，终端产品包括军用航空终端、军用地面终端、铁路终端，军品占比为80%。军用机载、地面终端为公司发展的重点，作为老牌军

用通信研制单位占据了较大的市场份额。公司在民用高铁、地铁终端中市场开拓顺利，报告期内，分别与国家铁路集团、陕西靖神铁路、中国铁路哈尔滨局集团等签订了铁路无线通信设备订购合同；签订西安6号线、重庆轨道交通6号线等地铁通信合同。公司正在积极研制基于新技术的下一代铁路无线通信产品，未来将实现订单突破。

系统产品不断突破，看好持续增长

公司系统级产品主要为应用于军机无线通信、航电通信的CNI 系统及应用于铁路及轨道交通平台调度系统，其中以军用CNI系统为主。近年来系统级产品发展快速，报告期内公司系统级产品订单持续增长。随着公司在系统产品领域的市场份额不断扩大，我们看好系统级产品持续突破。

控股股东混改，改革有望持续进行

公司于2020年1月20日发布公告，津智资本和渤海国资拟转让公司控股股东中环集团合计100%股份。7月17日，中环集团将持有公司的全部股份划转至天津智博科技，公司实控人仍为天津国资委。我们认为控股股东启动混改将推动公司层面的混改进程，目前中环集团混改项目最终受让方已确定为TCL集团，而2015年公司引入TCL集团，未来公司有望持续进行改革，对业务拓展和长期发展起到关键作用。

三、投资建议

公司为无线专网通信龙头企业，系统级产品发展迅速，我们看好公司长期发展。预计公司2020～2022 年EPS 分别为0.70、0.98和1.31元，对应PE为74X、53X和39X，可比公司平均估值为83X，给予“推荐”评级。

四、风险提示

1、军品订单不达预期；2、民用铁路终端市场开拓受阻。

【民生传媒】掌趣科技（300315）跟踪点评：看好未来产品大年，目前估值性价比较高（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

一、事件概述

掌趣科技回购计划有序推进，凸显公司信心。6月5日，公司发布1-2亿规模的回购计划，价格不超过8.61元/股，回购总金额不低于人民币1亿元不超过人民币2亿元。8月5日公告已累计回购公司股份1334万股，支付的总金额为1.05亿元。回购稳步推进中，彰显公司对后续业绩信心。

二、分析与判断

持续推进研运一体，未来游戏储备丰富

公司研发积累开始逐步兑现，给予公司业绩高弹性。2020年，公司将继续以技术为驱动、以产品为中心，深化夯实研运一体业务模式、拓展新品类市场等举措，提升公司整体研发产能，为公司未来持续稳定发展奠定坚实基础和潜在动力。2020年计划上线多款新产品，包括采用顶尖虚幻4引擎制作的《全民奇迹2》（奇迹前作高流水确定性高）、《街霸：对决》（经典日本IP+测试数据优异）、《真红之刃》（硬核联盟超明星产品）、《罗兰创世录》、《黑暗之潮》、《那些需要守护的》、《修普诺斯》等，海外市场也将持续发力上线新游。

《真红之刃》获评硬核年度最受期待游戏，今日开启不删档测试

《真红之刃》获百万影帝沈腾代理，同时获评硬核年度最受期待游戏。其经典成熟的MMO核心玩法与过硬品质获得硬核联盟的一致肯定，作为硬核超明星游戏将获得各家手机厂商大力推广。制作组天马时空亦有多年奇迹类游戏研发经验，过去曾凭《全民奇迹》一战成名。今日（8月5日）开启不删档测试，各大应用平台开始推广，打响业绩增长第一枪。

三、投资建议

随着在研产品陆续上线，看好公司中长期发展潜力。我们预测公司2020-2022归母净利润为7.69、10.41、12.42亿元，对应当前股价PE为36X、26X、22X，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新游上线延迟；游戏流水不及预期；海内外游戏政策监管风险。

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，英国南安普顿大学经济学学士，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。