民生证券研究院
会议纪要/晨会

# 晨会纪要

晨会纪要 2020 年 07 月 30 日

- **客户观点反馈**

经济基本面改善、流动性环境偏宽松、居民储蓄资金趋势性向权益市场转移等核心要素未变，A 股中期上涨支撑仍在。7 月下旬市场震荡回调，但两融余额稳定在 1.4 万亿左右，短期市场持续超跌可能性不大。方向上，家电龙头在调整之后已经具备了一定的配置价值，同时重点关注券商调整带来的买入机会。

- **个股观点**

**【民生有色】云海金属（002182）中报点评：Q2环比改善，看好镁合金和深加工利润恢复（方驭涛，分析师 S0100519070001，15021817583 ）**

公司于7月28日晚发布半年报，上半年实现营收25.2亿元，同比增长2.34%；归母净利润9699.44万元，同比下滑65.08%，扣非归母净利润8881.84万元，同比下滑16.17%。公司预计前三季度实现归母净利润1.7-2亿元，同比下滑61.36%-67.16%。

**1.镁价降幅大于原材料+拆迁补贴影响拖累业绩，Q2环比改善明显**

Q2实现归母净利润5896万元，环比增长55%。业绩同比下滑主要系1）拆迁补贴导致2019H1业绩基数较高（2019H1资产处置收益1.82亿元）；2）镁价跌幅大于原材料：2020H1长江现货镁均价15007元/吨，同比下滑19.58%；主要原料的硅铁（同比下滑4.28%）和动力煤价格（同比下滑7.25%）跌幅较小。

**2.铝镁业务整体平稳，压铸件表现相对亮眼**

镁合金收入整体平稳，毛利率16.53%，同比下滑3.14个百分点，降幅远低于镁价，镁全产业链优势体现；铝合金产品毛利率同比微跌，收入同比增长11%；压铸件业务开始逐步放量，收入同比增速达104.86%，毛利率19.66%，同比提升6.73个百分点；空调扁管毛利率25.35%，同比提升2个百分点；金属锶收入下滑较为明显（-67%）。

**3.镁业务利润有望逐步好转，深加工业务值得期待**

供给：因环保问题未来原镁产能增加有限；需求：因汽车减排要求，镁在汽车的渗透率有望提升；成本端：当前镁价已经处于行业平均成本，后续镁价有望稳中有升。公司具有从白云石开采-原镁冶炼-镁合金-镁合金深加工-镁合金回收的完整镁产业链，成本优势明显。同时，公司已成为沃尔沃全球供应商，进入保时捷、宝马和奔驰等零部件供应商体系，新能源车领域为比亚迪、北汽新能源、吉利、特斯拉、福特等提供产品。公司深加工业务逐步放量，继续看好深加工业务带来的盈利能力提升。

**4.投资建议**

我们预计2020/2021/2022年EPS分别为0.47/0.59/0.70元，对应当前股价的PE分别为24/19/16X，公司估值处于近五年低位（10%分位数），**维持“推荐”评级**。

## 风险提示

镁价下跌风险；扩产项目建设进度不及预期；汽车轻量化进展不及预期。


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】制约新一轮库存周期开启的三个因素

【民生机械】迈为股份（300751）中报点评：订单厚增业绩，异质结和 OLED 未来可期

【民生食品饮料】广州酒家（603043）：区域优势稳固，新增产能平稳释放保证中长期成长性

【民生金融】杭州银行深度报告：五年战略成果亮眼，业绩高增前景广阔

**【民生食品饮料】贵州茅台（600519）2020年半年点评：任务过半目标如期完成，直营渠道放量显著提速（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880 ）**

贵州茅台公布2020年半年报，20H1公司实现营业收入439.53亿元，同比+11.31%；实现归属上市公司净利润226.02亿元，同比+13.29%，折合EPS17.99元。20Q2单季度公司实现营业收入195.47亿元，同比+9.55%；实现归属于上市公司净利润95.08亿元，同比+8.92%。

**1.20H1任务过半目标如期完成，直营渠道放量与经销商队伍企稳是亮点**

20Q1公司实现营业收入439.53亿元，同比+11.31%。酒类业务实现439.12亿元，同比+11.31%。其中，茅台酒实现收入392.61亿元，同比+12.84%，销售速度符合年初两位数增长指引；系列酒实现收入46.5亿元，同比-0.10%，收入基本持平预计与报告期内大幅减少系列酒经销商及公司主动控制发货节奏、提振系列酒价盘有关。实现归属上市公司净利润226.02亿元，同比+13.29%，主要是报告期内期间费用率下降显著推升了净利率，同时税金及附加占收入比重同比下降2.28pct。

按销售渠道来看，20H1公司直销渠道实现收入51.53亿元，同比+221.63%，占比提升7.67pct至11.73%，直销占比来到历史新高水平；批发代理渠道实现收入387.59亿元，同比+2.41%。从经销商数量来看，报告期末公司有经销商2156个，报告期内减少326家，Q2单季度仅减少10家（其中，茅台酒经销商减少5家，系列酒经销商减少5家），经销商队伍大幅度调整动作预计已基本到位。

**2.期间费用率持续改善，打款彰显公司渠道把控力**

毛利率角度看来，公司20H1销售毛利率为91.46%，同比下降0.4pct，主要原因是会计准则变动使得运输费用计入营业成本。归母净利率为49.53%，同比提升1.07pct，主要得益于期间费用率的收窄。20H1期间整体费用率仅为9.3%，同比下降2.74pct，销售费用率下降是主要贡献。销售费用率2.55%，同比下降2.28pct，系春节提前费用前置，叠加疫情期间营销活动减少导致。管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为6.51%/0.05%/-0.16%，分别同比-0.08pct/-0.08pct/-0.15pct。

报告期末预收账款（合同负债）94.64亿元，同比减少27.93亿元，环比增加25.55亿元，环比改善明显，预计主要原因是疫情后公司打款进度恢复正常，凸显渠道信息与市场认可度。销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生的现金流量净额分别为464.46亿元/126.21亿元，分别同比+7.19%/-47.6%，经营活动产生的现金流量净额减少原因为客户存款和同业存放款项同比减少。

**3.投资建议**

短期在不考虑未来提价的假设情况下，预计20-22年公司实现营业总收入992/1145/1314亿元，同比+11.6%/+15.5%/+14.7%；实现归母净利润482/576/673亿元，同比+16.9%/+19.5%/+16.8%，对应EPS为38.36/45.86/53.58元，目前股价对应PE为44/36/31倍。**维持“推荐”评级**。

## 风险提示

疫情或经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

**【民生食品饮料】燕塘乳业（002732）2020年半年报点评报告： Q2经营基本恢复正常，下半年有望持续向好改善（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880 ）**

7月28日，公司发布2020年半年报，上半年实现营业收入7.03亿元，同比

+0.53%；实现归母净利润0.60亿元，同比-9.61%，基本EPS为0.38元。

**1.Q2营收快速恢复，疫情负面影响逐步消退**

2020H1，公司实现营收/归母净利润7.03/0.60亿元，同比分别+0.53%/-9.61%，20Q2单季度实现营收/归母净利润4.44/0.59亿元，同比+6.36%/+6.64%。总体看，公司Q2动销逐步恢复正常，扭转了Q1营收/净利润双下滑的不利局面。受疫情影响，4月份公司动销基本恢复正常；5~6月负面影响完全消散，营收同比大幅度增长，预计5~6月收入增速上看双位数。如下半年疫情不出现大幅度反弹，我们预计公司Q3、Q4的营收/净利润增速将较Q2更为乐观。

20H1整体毛利率为35.70%，同比+0.51%，主要原因是部分单品毛利率水平较高，并保持快速增长，增厚整体毛利率水平。期间费用率24.33%，同比+0.67个百分点，其中销售费用率18.55%，同比+0.70个百分点；管理费用率5.55%，同比+0.21个百分点；财务费用率0.24%，同比-0.25个百分点。销售费用率及管理费用率同比上行的主要原因预计是：1）营收低速增长，销售及管理费用无法得到有效摊薄；2）公司适当增加销售投入，拉高销售费用率。财务费用率同比下降的原因是长期借款减少，相应利息支出减少。20Q2整体毛利率为37.94%，同比+0.85%。期间费用率21.25%，同比-0.19个百分点，其中销售费用率16.26%，同比-0.22个百分点；管理费用率4.76%，同比+0.21个百分点；财务费用率0.23%，同比-0.18个百分点。

**2.乳酸菌饮料、液体乳营收保持增长，花式奶营收下滑明显，整体毛利率上行**

2020H1，公司液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕产品分别实现营收2.42/1.82/2.67/0.07亿元，同比分别+6.87%/-11.05%/+8.10%/-37.34%。受益于低温白奶、老广州酸奶、“小蓝盒”等单品营收快速增长，液体乳及乳酸菌饮料营收保持平稳增长；花式奶同比下滑明显，拖累整体营收增速。

毛利率方面，公司整体毛利率水平为35.70%，同比+0.51个百分点，其中液体乳/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕产品毛利率水平分别为27.47%/31.26%/47.07%/-0.96%，同比分别-3.54/+1.24/+2.78/-32.65个百分点。冰淇淋业务毛利率出现负值主要是收入大幅下滑但成本支出相对刚性。

**3.老广州等大单品营收保持高速增长，新广州等新产品快速推广**

2020H1公司主要在售单品中，“小蓝盒”、老广州酸奶等酸奶产品营收保持高速增长，营收增速同比超过80%。上半年，公司推出采用75℃低温巴氏杀菌工艺的“新广州”鲜牛奶产品。该产品为华南地区首款75℃新基准乳品，并与广州地标相结合，强化了产品特色和消费者粘性。“新广州”鲜奶有望成为未来的核心单品，将有助于液体乳毛利率水平的提高。此外，公司“海盐芝士酸酪乳（奇亚籽）”、“养生食膳木瓜牛奶饮品”、“老广州”、“希腊风味酸酪乳”等产品获得2019年多项行业奖项，体现了公司产品的高质量水准。

**4.投资建议**

根据上半年经营业绩，我们小幅调降此前盈利预测。预计20-22年公司实现营业收入15.91/18.32/21.02亿元，同比+8.2%/+15.1%/+14.8%；实现归属上市公司净利润1.31/1.56/1.81亿元，同比+6.0%/+18.6%/+16.2%，对应EPS为0.83/0.99/1.15元，对应PE为35/29/25倍。公司目前估值低于乳制品行业可比公司38倍PE（按Wind一致预期）的平均值，考虑到疫情负面影响逐步消退，公司中长期成长性依然乐观，**维持“推荐”评级**。

## 风险提示

疫情负面影响超预期，产能释放速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

**【民生电子】中芯国际（688981）：大陆代工龙头，抓住时代机遇力争国际一流（王芳，分析师 S0100519090004，18916064780 ）**

**1.大陆晶圆代工第一股，二十年砥砺前行**

中芯国际是大陆规模最大、技术最先进、配套最完善、跨国经营的专业晶圆代工厂，排名全球第五、大陆第一，可提供设计服务与IP支持、光掩膜制造、凸块加工测试等一站式配套服务。前两大股东的实控人分为中国信息通信科技集团/大基金一期，股东背景强劲。在5G、物联网等新兴应用推动下，进入高速增长阶段。公司营收自2019Q1起逐步增长，毛利率在18Q4触底回升，20Q1实现营收9.05亿美元，同增35.3%，净利润0.64亿美元，同增433%，毛利率25.8%，环增2.05pct，盈利能力持续改善。

**2.晶圆代工近50%增长空间，中芯先进工艺全球领先**

IHS Markit预测全球晶圆代工市场规模将从2020年585亿美元增至2025年861亿美元，其中先进工艺占比从2020年36%升至2025年超过50%。2019年中芯在全球晶圆代工市占率为5%，提升空间广阔。中芯依靠自主研发已具备0.35μm-14nm制程代工能力，包括0.35μm－40nm的成熟逻辑工艺制程、28nm和14nm FinFET的先进逻辑工艺制程，以及0.35μm-40nm的特色工艺服务，是全球仅有的5家具备14nm量产能力的厂商之一，代表了大陆在晶圆制造环节最高技术水平，客户涵盖华为海思、高通、博通等海内外龙头，其中华为是第一大客户，2019年收入占比19%。

**3.芯片制造供需严重不平，国产替代亟待发展**

当前国产晶圆制造面临产能不足和先进制程落后两大困境。2018年我国集成电路贸易逆差达2275亿美元，缺口巨大；晶圆制造56%份额被台积电占据，中芯国际、华虹集团和武汉新芯合计占比仅28%，在美国加大技术管制背景下，国产替代亟待发展。国家资金已重点布局支持，截至2019年，大基金一期投资中晶圆制造占比最高达67%，中长期看将加速晶圆制造、材料、设备国产替代进程，产业链相关公司受益。

**4.加大研发资本开支力度，科创板助力龙头启航**

中芯国际持续加大资本投入，固定资产净值逐年增长，2019年研发费用率达22%，在同行业可比公司中排名第一，台积电同期为8%。本次科创板上市，将募集资金推动14nm及以下先进制程项目，且战略配售对象涉及产业链上下游公司，充分发挥产业协同效应。我们认为公司科创板上市后，不仅可以扩宽融资渠道，还能充分享受国内政策红利和产业链支持，未来逐步解决先进工艺和产能劣势后，将快速成长为国际晶圆代工龙头，打破全球晶圆代工领域一超多强的格局。

**5.投资建议**

我们预测公司20/21/22年EPS为0.26/0.28/0.31元，根据可比公司2020年299倍P/E估值，**首次给予“推荐”评级**。

## 风险提示

中美贸易摩擦风险、研发进展不及预期风险、新冠疫情影响风险。

## 风险提示

项目进展不及预期的风险、疫情影响下游需求的风险、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。