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 29 日

- **客户观点反馈**

科技周期依然处于上行阶段，5G、半导体行业仍处于景气上行周期，短期调整不失为长期投资的较好布局机会，风险点需要回避可能受到中美矛盾影响的细分行业与个股。周期板块阶段性表现会占优，包括建材、挖掘机、重卡、化工等子领域板块，预计在未来雨季、洪水结束后，价格将开始上行。可选消费同样受益于经济的边际回暖。

- **总量观点**

【民生宏观】制约新一轮库存周期开启的三个因素

（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

1—6月份，全国规模以上工业企业实现利润总额25114.9亿元，同比下降12.8%，降幅比1—5月份收窄6.5个百分点。

海外疫情反弹制约新一轮库存周期开启。6月以来，美国疫情出现反弹，进而带动全球疫情出现第二次反弹。对美国来说，最开始疫情主要集中在德州、加州、亚利桑那、佛罗里达，但由于美国防疫不利，疫情已扩散到全美大多数州，包括宾州和纽约州等东北区域也开始出现反弹。对于美国而言，佛罗里达、德克萨斯、亚利桑那和佐治亚等州的存量病例明显增加，医疗床位已极为紧张，不排除这些州采取二次封锁的政策，这会对全球经济复苏造成打击。由于对美出口占我国总出口很大一部分，因此美国需求收缩会可能会对我国工业领域造成冲击，影响去库存速度。

中美关系对库存周期有一定影响。现今离美国大选只剩3个月，参考历史，美国大选前现任总统通常会通过对外转嫁矛盾等方式来提高支持率，参考里根二次大选前对日本开展301调查，小布什二次选举前对伊斯兰世界发表强硬言论等。因此在11月美国大选前特朗普政府势必会疯狂对中国进行挑衅，未来潜在手段包括驱逐中国驻旧金山领事馆、在金融领域对中国发动攻击等。目的在于通过甩锅来凝聚人心。因此，未来中美关系存在变数，这对国内经济造成利空，新一轮库存周期可能有所延后。

房地产调控对库存周期也有一定影响。7月24日，国务院副总理韩正主持召开房地产工作座谈会，总结房地产长效机制试点方案实施情况，分析当前房地产市场形势。韩正指出要继续坚持“房住不炒”政策，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。从基调来看，未来房地产调控政策应该继续保持严格态势。由于房地产行业对工业生产有较大拉动作用，在房地产调控政策趋严的情况下，工业增加值和工业利润修复可能没那么快，新一轮库存周期可能仍需时日。

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——1-6 月工业企业利润点评

【民生宏观】黄金为什么这么牛？

【民生家电】冰箱内外销复苏强劲，洗衣机内销同比转正——冰洗行业 6 月产业在线数据点评

未来展望：7月下旬的年中政治局会议将决定未来经济基调

按惯例，7月底将召开年中政治局会议，主题通常是“分析当前经济形势，部署下半年经济工作”。在当前，中国经济逐渐恢复，但海外形势更加恶化，“内循环”概念被提出更多是为了应对海外经济恶化，在此背景下，下半年货币政策可能不会过度收紧，财政政策也会有继续发力空间。从工业利润的角度来说，下半年工业利润增速有望继续修复。从库存周期的角度，6月补库存速度较5月减慢，在海外经济恶化、中美关系再起风波的背景下，新一轮库存周期仍需时日。工业生产或仍将处于弱修复的进程。

风险提示：海外疫情二次爆发，中美关系恶化，房地产政策收紧等

● 个股观点

【民生机械】迈为股份（300715）中报点评：订单厚增业绩，异质结和OLED未来可期

（关启亮，研究助理 S0100120030002，15913107686）

7月27日，公司发布2020年中报，2020年上半年公司实现营业收入9.38亿元，同比增长51.03%；实现归母净利润1.89亿元，同比增长52.77%。

丝网印刷单机设备驱动公司营收快速增长

报告期内，公司各项产品营收快速增长。分业务看，公司丝网印刷成套设备实现营收6.61亿，同比增长35.72%，占营收总额的70.42%，是公司主要收入来源；单机设备实现营收2.39亿，同比增长100.89%，占营收总额的25.47%；配件及其他业务收入3851万元，同比增长149.61%，占营收总额4.11%。

存货及预收账款显示公司订单饱满

报告期末，公司预收账款为16.15亿，同比增长43.68%；存货金额为1.28亿，同比增加5.88%，其中，原材料、在产品、库存商品和发出商品的账面价值分别为1.53亿、0.95亿、0.40亿和16.31亿元，发出商品同比增加17.59%，占存货比例达84.60%。参考公司的结算模式，预收账款和存货快速增长预示着公司20年下半年新增订单同比有望高增，这为公司20年营收增长奠定了坚实的基础。

整体毛利率小幅上扬，研发费用有所提升

报告期内，公司整体毛利率34.20%，同比增加1.81%；分业务看，丝网印刷成套设备毛利率为31.88%，同比增长1.68%，单机设备毛利率为36.09%，同比下降6.51%。另外，公司期间费用率为15.63%，同比提升2.01%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.50%、4.29%、6.28%、-0.44%，同比下降0.49%、-0.12%、-1.00%、-1.38%，其中，研发费用增长主要系研发人员及研发项目投入增加所致。公司整体毛利率的提升主要受益于营业收入的快速增长，研发投入的增加奠定公司未来业绩增长的坚实基础。

实控人全额包揽6.1亿定增，异质结和OLED多点开花

公司披露定增预案修订稿，拟向实控人周剑、王正根定向发行不超过504万股，总额6.1亿元，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金，36个月内不得转让。实控人全额包揽定增，同时锁定期长达三年，彰显其对公司发展的强烈信心。公司作为为丝网印刷领域龙头企业，积极向光伏电池生产设备产业链上下游延伸，现

已具备提供异质结整线解决方案能力，同时，OLED面板激光设备也已进入量产阶段，实现国产替代。随着前期布局逐步进入收获期，公司发展将有望步入成长快车道，业绩再进一步。

投资建议

预计公司2020-2022年营业收入为22.25/29.75/37.97亿元，归母净利润为3.82/4.99/6.44亿元，当前股价对应PE为44.9/34.4/26.6倍，从历史上看位于估值中枢附近，与同业龙头捷佳伟创相比尚有估值优势。

公司作为丝网印刷设备龙头，提前卡位异质结设备和OLED设备“赛道”，随着下游需求放量的时点临近，公司业绩未来可期。

考虑到公司的估值水平、行业地位及业绩增长空间，维持“推荐”评级。

风险提示：PERC 电池扩产低于预期，HIT 电池订单落地速度低于预期。

【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

（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

月饼及餐饮业务稳步增长，压仓中长期业绩。

公司旗下的广式月饼产品销售规模多年稳居全国前列，营收占比稳定在40%左右，毛利率水平稳定，2015年以来收入端年均增速在12%左右，是公司业绩的压舱石。基于对中秋月饼消费刚性的判断，预计月饼业务有望保持长期稳定增长。

截至2019年末，公司共拥有20家餐饮直营店，深圳品牌店已开业经营。公司餐饮业务逐步走出广州，预计未来珠三角及省外市场将成为新增门店主要开设方向，餐饮门店将每年保持新增1~2家的扩张速度。

多个生产基地陆续投产，缓解产能瓶颈增强业绩弹性。

公司新建湘潭基地和梅州基地，目前湘潭基地一期已逐步投产；梅州基地预计20年年底前试生产，主要为速冻食品提供产能支持。截至2019年末，公司食品端产能主要分布在广州番禺、茂名及湘潭。其中，广州番禺为主，粮丰园为辅，湘潭为试产阶段。粮丰园主要在2019年为公司月饼及速冻产能进行了少量补充，其余产能仍为利口福提供，湘潭生产基地一期已于2019年投建完毕，2020年起将对月饼系列产品产能提供支持，湘潭二期处于拿地及规划阶段。2020Q1疫情有效刺激了速冻食品的下游需求，公司两大基地的陆续投产将从产能上保证公司速冻业务的高成长性。

食品制造板块增产节奏

从新增产能释放节奏看，过去几年公司每年通过技改能保持月饼产能10%左右的年化增长；保持速冻产能20%左右的年化增长。但是目前月饼、速冻食品的产能利用率均接近100%。按照新基地的建设与投产计划，预计2020年三季度梅州基地将竣工投产；湘潭基地一期已于2019年底试生产，湘潭基地二期有望在2022年投产。受新冠疫情影响，我们认为产能释放进度将会充分考虑下游需求，预计将会以较为平缓的增速进行。

积极布局外埠渠道建设

2019年，广州酒家在境内广东省外的营业收入达到了5.00亿元，同比+40.10%，增速较为强劲，占比从2018年的14.21%提升至16.70%。随着新基地的投入及产能的释放，公司产品将进一步向粤东、粤西、华中以及华东等地区辐射延伸。公司还将加大线上互联网营销的投入，2019年线上收入3.96亿元，同比+27.79%，占比达13.08%，同比+0.86个百分点，毛利率为59.60%，和公司总毛利率相当。2020Q1疫情期间，公司经销商渠道和省外收入均出现快速增长，整体渠道布局更趋健康。

投资建议

预计20-22年公司实现收入34.60/40.82/47.26亿元，同比+14.2%/+18.0%/+15.8%；归母净利润为4.38/5.55/6.41亿元，同比+14.1%/+26.6%/+15.5%，对应EPS为1.09/1.37/1.59元，目前股价对应PE为29/23/20倍。公司估值水平低于SW食品综合板块38倍估值；考虑到未来产能扩张及门店扩张带来的成长空间，给予“推荐”评级。

风险提示

宏观经济下行风险；疫情冲击负面影响超预期；食品制造募投项目进展不及预期；餐饮业务异地扩张不及预期；食品安全问题等。

【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

（郭其伟，分析师 S0100519090001，18588460632）

高成长城商行业绩亮眼，近期有望迎来估值修复

公司一季度业绩增速位居上市银行之首。由于业务基础扎实且市场空间广阔，未来成长可期。当前银行板块迎来估值修复行情，我们认为杭州银行是板块内值得关注的标的。

净利高增不良出清，资本补足扩张可期

公司2016-2020五年战略取得了亮眼成果，随着净息差和资产质量逐步改善，盈利能力大幅提升。2018-2019年杭州银行营收及业绩增速均处上市城商行前列，2020Q1业绩增速位居上市银行之首，表现出高成长性。截至2020Q1末，公司存量风险包袱已基本化解，不良率较2016年下降34bp至1.29%，拨备覆盖率高达355%，风险抵御能力位居行业前列。公司今年四月定增8亿股，有效缓解核心一级资本约束，为规模扩张留足空间。适逢五年战略收官之年，公司有望加速扩张，进一步稳固业绩。

具备业务基础及市场空间，业绩增长可持续

杭州银行打造多元利润中心，零售及对公业务齐发力，为业绩增长提供稳固的基础。在零售业务方面，公司通过拳头产品“公鸡贷”推动个人消费贷款高速增长，打造新的业务增长点；小微贷款摆脱不良包袱，盈利能力逐步增强；上线综合财富系统“WE理财”平台，财富管理业务发力助推中收快速增长。在对公业务方面，公司持续压缩制造和批零业等高风险行业贷款占比，加大水利、环境和公共管理等低风险行业贷款投放；精准把握杭州市文创特色产业，打造公司品牌影响力；此外，公司通过对公业务吸收了大量存款，在带动计息负债成本率下行的同时，为公司发放贷款提供了有力支撑。杭州银行业务聚焦于浙江，省内经济体量庞大，金融需求旺盛，未来将有万亿基建项目落地，大量贷款需求将为公司业绩长期增长提供广阔的空间。

投资建议：给予“推荐”评级

当前银行板块 PB 估值处于近五年低位。疫情前银行指数的 PB 估值中枢约为 0.85 倍。考虑利率下行以及疫情影响逐步消退，我们预计板块 PB 估值回到疫情前的水平再向上突破到 1.1 倍左右问题不大。在基本面、政策面、资金面催化下，银行股估值修复行情已经开启。杭州银行近年来业绩稳定，发展前景广阔，虽短期内为应对疫情，利润释放节奏预计放缓，但长期业绩预期保持乐观，建议通过资产质量、PPOP 等指标跟踪公司真实经营情况。我们保守预测公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 3.97%、5.72%、10.86%。2020 年对应 BVPS 为 10.92 元，对应 PB 为 0.86 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：贷款利率下行较快压制息差，部分银行资产质量波动。

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。